

BOSS 直聘 (BZ.0)

创新致胜，以直聊模式撬动在线招聘红海

买入

核心观点

公司主营网络招聘服务业务，毛利率稳定在84%以上，现金流高于收入。公司首创“直聊”模式，招聘产品B端及C端用户规模行业领先。2021年营业收入42.6亿元，99%以上来自网络招聘服务，采用预收入账模式，现金流高于收入。连续3年毛利率维持在84%以上，优于绝大部分互联网业务的毛利率。2021年7月受到安全审查，新用户注册被停止，销售费用投入放缓，2021年经调整净利润转正。2022年6月29日，BOSS直聘恢复新用户注册。

在线招聘行业为高增长赛道，2020年市场规模为552亿，预计20-25年CAGR 32%，规模有望突破2200亿。我们认为，在线招聘行业核心成长动力如下：1) 劳动力“供不应求”，求人倍率提升，企业需要为吸引人才支付更多成本。2) 招聘行业线上化率提升：根据CIC咨询数据，2020年，我国企业招聘线上化率为25%，2025年有望达到36%。

商业模式创新打开行业天花板。BOSS直聘是在线招聘红海中的新品类，“直聊+精准匹配+移动化”模式顺应了2012年后的移动化趋势，小额、低氪的商业模式，能够快速激发B端付费，为在线招聘行业创造了增量。

高效匹配是核心竞争力，蓝领市场是潜在成长空间。我们认为，招聘的核心需求是匹配，BOSS直聘基于商业模式、数据积累优势，显著提升了招聘双方的匹配效率，由此吸引更多的B端企业及C端求职者，形成正向循环。1) 根据Questmobile数据，截至2022年3月，BOSS直聘的月活用户数居同行业第一，为B端企业提供丰富的候选流量；2) 我们测算，相比于传统的在线招聘模式，“直聊”比其他平台节约人力成本，以及较多的金钱成本。目前，公司在白领、新经济蓝领行业的优势已经非常显著，制造业蓝领是潜在的成长空间，这一领域的核心痛点为安全性及求职成本，BOSS直聘致力于加强安全建设，于2022Q1推出制造业蓝领职位的保真计划“海螺优选”，有望进一步开拓蓝领市场空间。

盈利预测与估值：预计2022-2025年收入61.3/99.8/143.5/199.7亿元，CAGR为48%，经调整净利润12.0/25.4/38.9/55.8亿元，CAGR为67%。我们给予2023年PE 41-43x，对应PS 10.3-10.9x，对应股价每ADR 35.5-37.5美元，对应涨幅35%-43%，继续维持“买入”评级。

风险提示：用户增长不及预期；蓝领市场拓展不及预期；政策风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,259	6,126	9,976	14,350	19,967
(+/-%)	119.1%	43.8%	62.8%	43.8%	39.1%
调整后净利润(百万元)	853	1196	2542	3893	5581
(+/-%)	+399.5%	40.3%	112.6%	53.1%	43.4%
每ADS收益(元)	1.96	2.75	5.85	8.96	12.85
EBIT Margin	-24.7%	17.5%	24.7%	28.8%	29.8%
净资产收益率(ROE)	-10.0%	9.9%	17.1%	21.9%	23.9%
市盈率(PE)-调整后	89.9	64.1	30.1	19.7	13.7
EV/EBITDA	—	12.1	6.0	3.9	3.0
市净率(PB)	7.18	6.47	5.36	4.19	3.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

一级行业·二级行业

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	35.50 - 37.50 美元
收盘价	26.33 美元
总市值/流通市值	114/96 亿美元
52周最高价/最低价	43.22/13.46 美元
近3个月日均成交额	9971 万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《BOSS直聘(BZ.0)-逆风环境展现需求韧性，平台招聘生态持续优化》——2022-06-26

《BOSS直聘(BZ.0)-存量用户价值持续拓展，双边网络优势仍在》——2022-03-29

内容目录

公司概况：红海中崛起的新品类	6
公司简介：商业模式创新的“后起之秀”	6
股权结构：创始人赵鹏有 74%投票权	6
管理层：核心管理层互联网经验丰富	7
财务分析：预收入账模式，现金流高于收入，毛利率高达 87%	8
行业简析：在线招聘是互联网领域稀缺的高成长赛道	11
行业规模：2020 年达 552 亿元，预计 20-25 年 CAGR 32%	11
行业成长空间：经济结构转型助推增长，当前 C 端求职者地位上升	13
商业模式&竞争格局：用创新打开行业天花板	17
竞争格局：激发新需求，BOSS 直聘以“直聊”撬动在线招聘红海	17
商业模式：“直聊+精准匹配+移动化”精准新需求，杀出红海	18
壁垒分析：高效招聘是直接优势	24
在线招聘平台具有双边网络效应	24
招聘效率显著优于同业，商业模式叠加技术水平保证领先优势	25
成长空间：蓝领市场蕴含较大潜能	29
发展潜力：白领方面已具优势，蓝领领域渗透率较低	29
BOSS 直聘在新经济城市蓝领有优势，在工厂蓝领方面积极布局	31
估值及投资建议	33
绝对估值：34.7-37.8 美元	33
相对估值：35.5-37.5 美元	34
投资建议	35
风险提示	35
附表：财务预测与估值	38
免责声明	39

图表目录

图 1: BOSS 直聘 MAU 快速成长 (百万)	6
图 2: 截至 2022Q1 BOSS 直聘付费企业用户数 (百万)	6
图 3: BOSS 股权结构一览 (截至 2022.2 公司年报)	7
图 4: BOSS 直聘网络招聘服务收入占比 99% (百万, %)	8
图 5: BOSS 直聘现金流收入优秀 (百万元)	8
图 6: BOSS 直聘、前程无忧、同道猎聘递延收入情况 (均为累计值, 百万元, %)	8
图 7: BOSS 直聘毛利润以及毛利率 (百万元, %)	9
图 8: BOSS 直聘毛利率处于行业领先水平 (%)	9
图 9: 剔除以股份为基础的薪酬激励后, BOSS 直聘三项费率 (%)	9
图 10: BOSS 直聘销售费率前期高于同行 (%)	9
图 11: BOSS 直聘下载数量 (IOS) ——BOSS 直聘通过 2018 年世界杯营销出圈	10
图 12: BOSS 直聘销售费用及销售费率 (百万元, %)	10
图 13: 2020 年 BOSS 直聘单用户销售费用下降	10
图 14: BOSS 直聘销售费用结构 (%)	11
图 15: BOSS 直聘单 MAU 销售费用 (元, %)	11
图 16: BOSS 直聘年度经调整净利润以及净利率 (百万元, %)	11
图 17: BOSS 直聘季度经调整净利润以及净利率 (百万元, %)	11
图 18: 2020 年人力资源市场市场细分领域市场空间	12
图 19: 人力资源行业分类和产业链	12
图 20: 以收入计中国人力资源市场规模 (十亿元)	13
图 21: 以收入计中国招聘市场规模及增速 (十亿元, %)	13
图 22: 中国人力资源市场增速快 (十亿美元)	13
图 23: 中国人力资源市场规模占 GDP 水平较低 (%)	13
图 24: 中国求人倍率	14
图 25: 日本求人倍率与经济情况	14
图 26: 中国经济的增长速度超过劳动力供应的增长速度	15
图 27: 城镇个体与私营企业贡献主要就业需求 (万人)	15
图 28: 第三产业就业增长快	15
图 29: 2020 年城镇就业人员 4.6 亿人, 2015-2020 年 CAGR 2.5%	15
图 30: 个体与私营企业分行业就业人数 (万人)	16
图 31: 各行业招聘供需指数	16
图 32: 中国企业数以及企业线上招聘渗透率 (百万, %)	16
图 33: 不同渠道简历数量 (%)	16
图 34: 2022Q1 不同大小企业招聘渠道偏好 (%)	17
图 35: 2022Q1 不同行业企业招聘渠道偏好 (%)	17
图 36: 不同类型求职者线上招聘渗透率 (%)	17
图 37: 以收入计不同类型求职者的线上招聘市场规模 (十亿, %)	17

图 38: 中国在线招聘行业竞争格局	18
图 39: BOSS 直聘企业用户数远高于其他平台 (千)	18
图 40: 2021 年中国在线招聘行业收入口径的市占率	18
图 41: 传统在线招聘行业商业模式	19
图 42: BOSS 直聘商业模式概览	20
图 43: BOSS 直聘产品颠覆传统模式	20
图 44: 大型和中小型企业雇主人才引进投资偏好	20
图 45: 大型企业与小型企业在招聘时面对不同的挑战	20
图 46: 82.4% HR 认为用人经理对招聘重要	21
图 47: BOSS 直聘花费更多销售费用在 C 端	21
图 48: 2021 年 5 月 (暂停注册前) 互联网招聘平台月新增用户规模	21
图 49: 2022 年 3 月求职招聘行业 APP 活跃用户数 (万)	21
图 50: 2021 年 4 月-2022 年 3 月同类 App 下载量 (ios)	22
图 51: BOSS 直聘企业客户付费渗透率较高	24
图 52: BOSS 直聘企业用户 ARPPU 远低于同业	24
图 53: 2021 年 BOSS 直聘、前程无忧、猎聘收入结构	24
图 54: 2021 年小型企业用户贡献 43% 收入	24
图 55: BOSS 直聘网络效应示意图	25
图 56: 不同平台招聘单人成本计算	27
图 57: 不同招聘平台聊天界面示意图	28
图 58: BOSS 直聘研发费率高于其他平台 (%)	28
图 59: BOSS 直聘研发人员占比高于其他平台	28
图 60: BOSS 直聘不同目标人群类型占比 (%)	29
图 61: 不同类型求职者偏好的平台 (2022.02)	29
图 62: 蓝领分类	31
图 63: 2020 年 7 月新经济蓝领在求职招聘行业 APP 活跃渗透率	32
图 64: 65%、62% 工厂蓝领选择熟人介绍、第三方平台	32
图 65: 工厂蓝领求职成本占比 (%)	32
图 66: BOSS 直聘可比公司调整后净利润率比较	35

表1: 公司董事会及高管资料	7
表2: 其他在线招聘平台商业模式汇总	19
表3: 在线招聘平台 B 端付费权益对比	22
表4: 在线招聘平台 C 端服务付费对比	23
表5: 中小企业有平台选择偏好 (截至 2022. 4. 30)	25
表6: 不同招聘平台免费模式对比	27
表7: 不同招聘平台上线聊天形式时间一览	27
表8: 在线招聘平台在不同目标人群类型的竞争格局	29
表9: BOSS 直聘在白领拥有优势 (截至 2022. 4. 30)	30
表10: 在线招聘平台蓝领玩家特点梳理	31
表11: 公司盈利预测假设条件 (%)	33
表12: 资本成本假设	34
表13: BOSS 直聘 FCFF 估值表	34
表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	34
表15: 国外在线招聘公司简述	35
表16: BOSS 直聘同类公司估值比较 (2022. 6. 30)	35

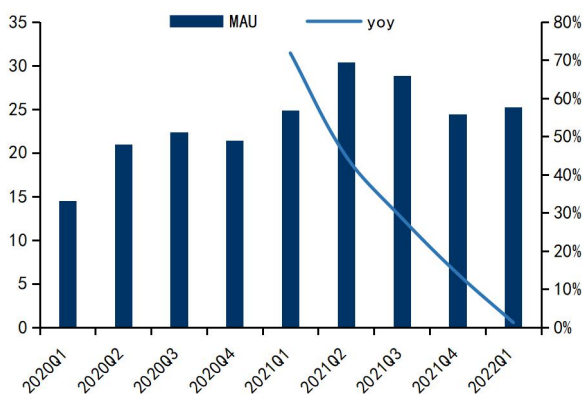
公司概况：红海中崛起的新品类

公司简介：商业模式创新的“后起之秀”

BOSS 直聘在全球范围内首创互联网“直聘”模式，在线招聘产品在中国 B 端及 C 端用户付费规模均居第一。区别传统“以简历为中心、基于搜索”模式，BOSS 直聘在商业模式的创新之处在于“直聊+精准匹配+移动化”：1) 立足移动端 APP，使用在线聊天功能让应聘者和用人方直接沟通，提升沟通效率。2) 采用信息流推荐模式，改善基于搜索的模式产生的流量分布不均问题。

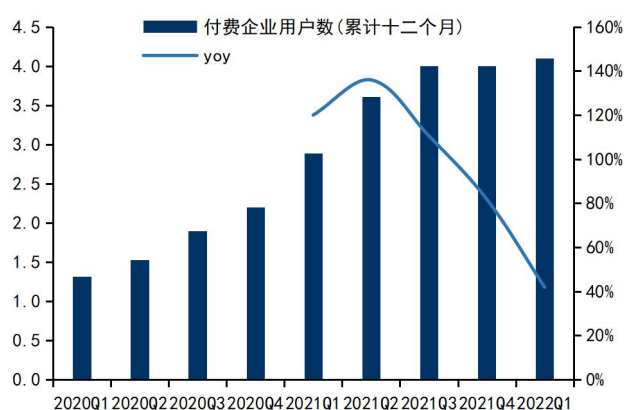
BOSS 直聘发展可分为 3 个阶段：1) 起步阶段（2014-2016 年）：BOSS 直聘凭借“直聊”创新获取大量融资，并获取较多用户数和认证企业数。2) 商业化阶段（2016-2020 年）：BOSS 直聘聚焦技术手段提升产品使用体验，把握营销先机，迅速获取大量市场用户。3) 加速发展阶段（2020 年-至今）：BOSS 直聘于 2021 年 6 月成功在美国纳斯达克上市，力求丰富增值服务类型，提高用户体验，加速获取蓝领市场。截止 2021 年，认证求职者达 9790 万，认证企业用户 1620 万，企业数 810 万。MAU 2710 万，付费企业用户数 400 万。

图1：BOSS 直聘 MAU 快速成长（百万）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：截至 2022Q1 BOSS 直聘付费企业用户数（百万）

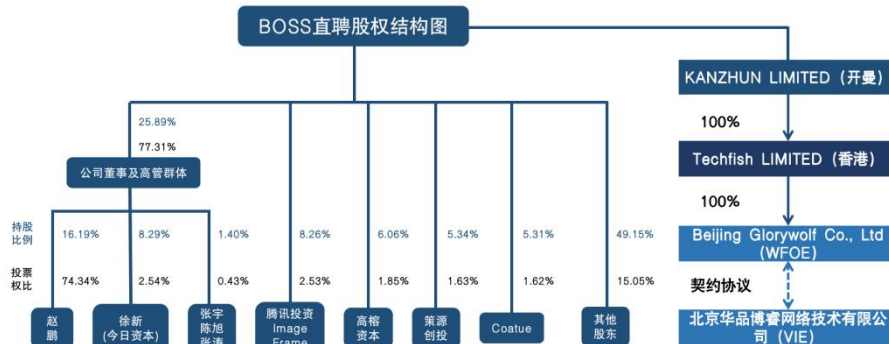


资料来源：BOSS 直聘招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构：创始人赵鹏有 74%投票权

公司采用 AB 股结构，AB 股投票权比 1: 15。CEO 赵鹏持有全部 B 股，持股比例为 16.2%，投票权比例 74.3%。徐新的今日资本通过 CTG Evergreen Investment 持有 A 类股份，持股比例 8.3%，投票权比例 2.5%。其他机构投资者包含腾讯、高榕资本、策源创投等。

图3: BOSS 股权结构一览 (截至 2022.2 公司年报)



资料来源: BOSS 直聘年报, 国信证券经济研究所整理

管理层: 核心管理层互联网经验丰富

创始人赵鹏拥有 17 年的在线招聘行业经验: 2005-2010 年于智联招聘工作, 2009 年任智联招聘 CEO。首席营销官陈旭于 2001-2010 年担任智联招聘副总裁。首席技术官张涛曾于 IBM、百度、人人公司等担任高级工程师、技术经理等。

表1: 公司董事会及高管资料

	姓名	年龄	职位	加入时间	简介
核心 高管 与董事	赵鹏	51	董事长兼首席执行官	2013 年 12 月	1994 年 9 月至 2005 年 4 月, 主要从事青年发展研究和社会组织志愿者项目; 1995 至 1997 年, 担任中国青年志愿者协会项目开发部主任, 期间组织西部大学生志愿服务项目; 2005 年 5 月至 2010 年 7 月, 工作于智联招聘; 2011 年 3 月至 2013 年 8 月, 任 Quickerbuy Inc. 投资者兼首席执行官; 2013 年 12 月至今, 创立 BOSS 直聘;
	张宇	44	董事兼首席财务官	2019 年 9 月	2001 年 3 月至 2004 年 12 月, 担任爱立信工程师; 2005 年 1 月至 2010 年 3 月, 担任 BDA 咨询总监; 2010 年 4 月至 2019 年 6 月, 就职于瑞士银行资产管理公司;
	陈旭	46	董事兼首席营销官	2016 年 12 月	2001 年 4 月至 2010 年 7 月, 担任智联招聘副总裁; 2011 年 1 月至 2012 年 2 月, 担任赶集网副总裁; 2014 年 9 月至 2015 年 7 月, 担任顺丰优选副总裁; 2015 年 10 月至 2016 年 12 月, 担任酒仙网副总裁;
	张涛	40	董事兼首席技术官	2013 年 12 月	2007 年 4 月至 2010 年 7 月, 担任 IBM CSTL 的工程师; 2010 年 7 月至 2011 年 3 月, 担任百度公司的高级工程师; 2011 年 3 月至 2013 年 11 月, 担任人人公司的技术经理;
	王燮华	34	董事兼产品副总裁	2016 年 10 月	2012 年至 2013 年, 担任中国社交媒体平台人人公司产品经理; 2013 年至 2016 年, 担任百度公司高级产品经理; 2016 年 10 月前, 曾任链家 (现称为 KE Holdings Inc.) 的高级产品经理;
	余海洋	39	董事	2019 年 7 月	2016 年 10 月, 加入 BOSS 直聘; 2007 年 4 月至 2010 年 2 月, 就职于华创资本; 2010 年 3 月至 2011 年 8 月, 就职于美国中经合集团; 2011 年, 加入腾讯, 目前为腾讯投资董事总经理和斗鱼国际控股的董事;
独立 董事	杨昭炬	38	独立董事	2021 年 5 月 21 日	曾就任于中国香港摩根大通证券 (亚太) 有限公司中国科技、媒体和电信和企业财务团队的执行董事; 目前任网易公司首席财务官以及新氧的独立董事;
	孙永刚	51	独立董事	2021 年 5 月 21 日	2002 年至 2010 年, 担任中国铁通集团有限公司的总法律顾问; 2010 年 8 月至 2017 年 6 月, 担任首钢集团有限公司副总裁; 目前, 担任 Z-Park Fund 的合伙人;

资料来源: BOSS 直聘招股书, 国信证券经济研究所整理

财务分析：预收入账模式，现金流高于收入，毛利率高达 87%

当前 BOSS 直聘的商业模式以向 B 端企业收费为主，网络招聘服务收入占比 99%。2021 年，BOSS 直聘营业收入为 42.6 亿元，同比+119%，其中，42.2 亿元来自网络招聘服务。

采用预收入账模式，现金收入表现优异：2021 年，累计递延收入 19.59 亿元，同比+63%，新确认递延收入 7.6 亿元，同比+30%。因此，2021 年 BOSS 直聘因销售服务产生的经营现金账单收入达到 50.2 亿元，同比+98%，高于实际营业收入。累计递延收入增速远高于同业，体现出较强的成长性。

图4: BOSS 直聘网络招聘服务收入占比 99% (百万, %)



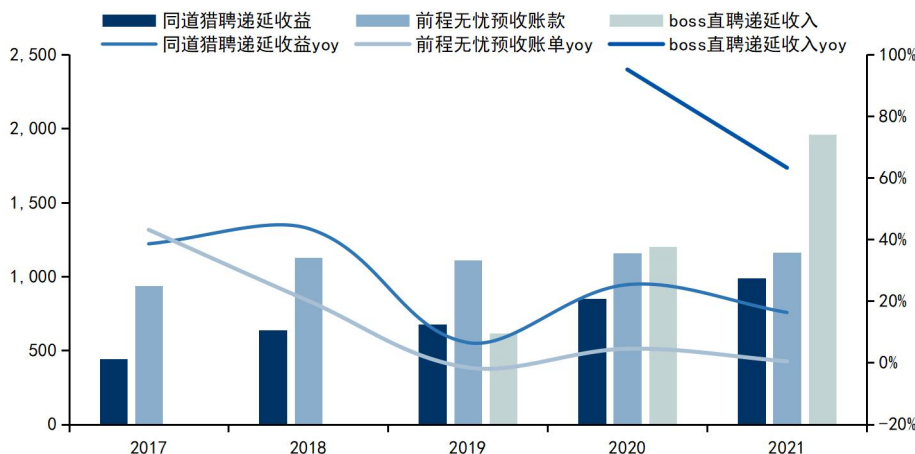
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: BOSS 直聘现金流收入优秀 (百万元)



资料来源：BOSS 直聘招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

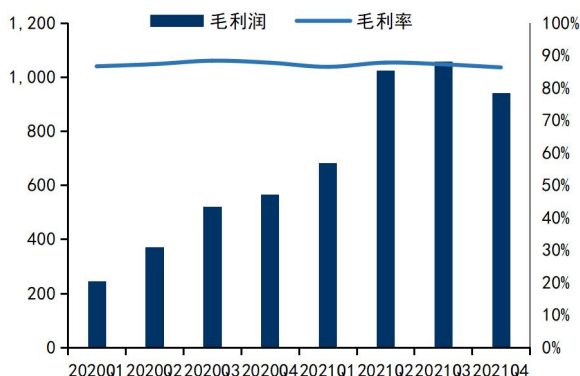
图6: BOSS 直聘、前程无忧、同道猎聘递延收入情况 (均为累计值, 百万元, %)



资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

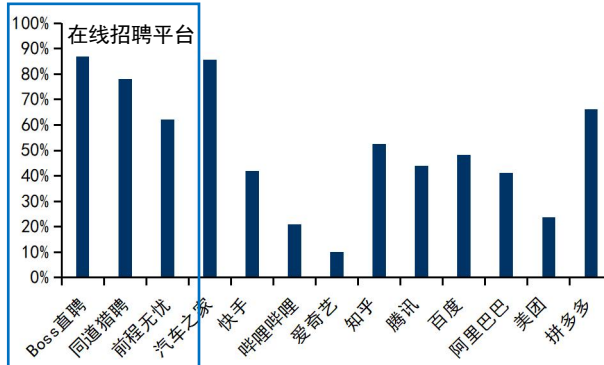
毛利率稳定维持在 84% 以上，优于绝大部分 C 端互联网业务的毛利率：BOSS 直聘连续三年毛利率稳定维持在 84% 以上，处于行业领先水平。营业成本主要为维持平台运转，包含网络成本、第三方在线支付平台结算成本、工资及其他员工相关成本、服务器折旧等。BOSS 直聘无需像其他互联网平台投入较多内容成本、分成成本等。并且，由于聚焦 B 端线上招聘业务，BOSS 直聘毛利率优于同行。2022Q1 毛利率略有下降，为 84.4%，同比-2.0pct，主要为增加运营与安全人员，以提升平台安全性，预计后续毛利率会维持稳定。

图7: BOSS 直聘毛利润以及毛利率 (百万元, %)



资料来源: BOSS 直聘招股书, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

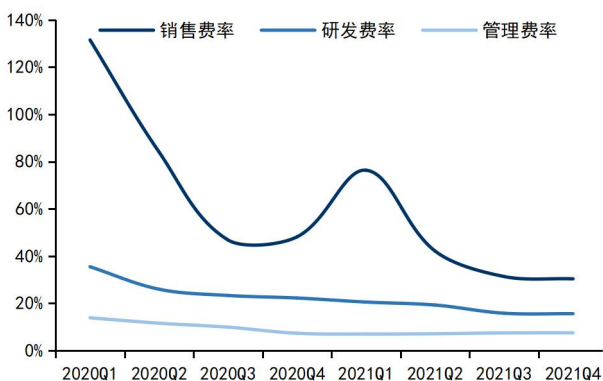
图8: BOSS 直聘毛利率处于行业领先水平 (%)



资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

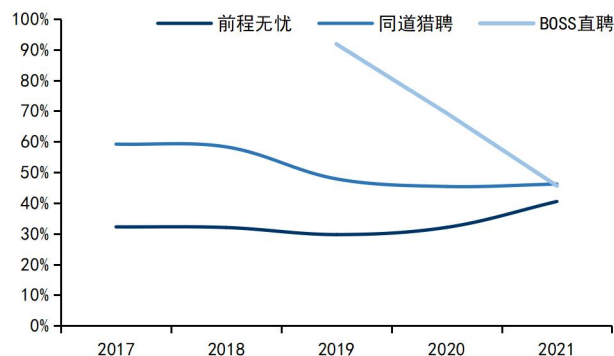
销售费率高于同行, 有效营销有助于激活新用户, 打开行业天花板。剔除以股份为基础的薪酬激励的影响, 2021 年公司销售费率、研发费率、管理费率为 42%、18%、7%。由于公司前期快速扩张, 销售费用较高, 2019、2020、2021 年销售费用分别为 9.2、13.5、19.4 亿元, 销售费率分别为 92%、69%、46%, 高于同行。同样作为在线招聘平台新秀的同道猎聘 2019、2020、2021 年销售费率分别为 48%、45%、46%。

图9: 剔除以股份为基础的薪酬激励后, BOSS 直聘三项费率 (%)



资料来源: BOSS 直聘招股书, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: BOSS 直聘销售费率前期高于同行 (%)

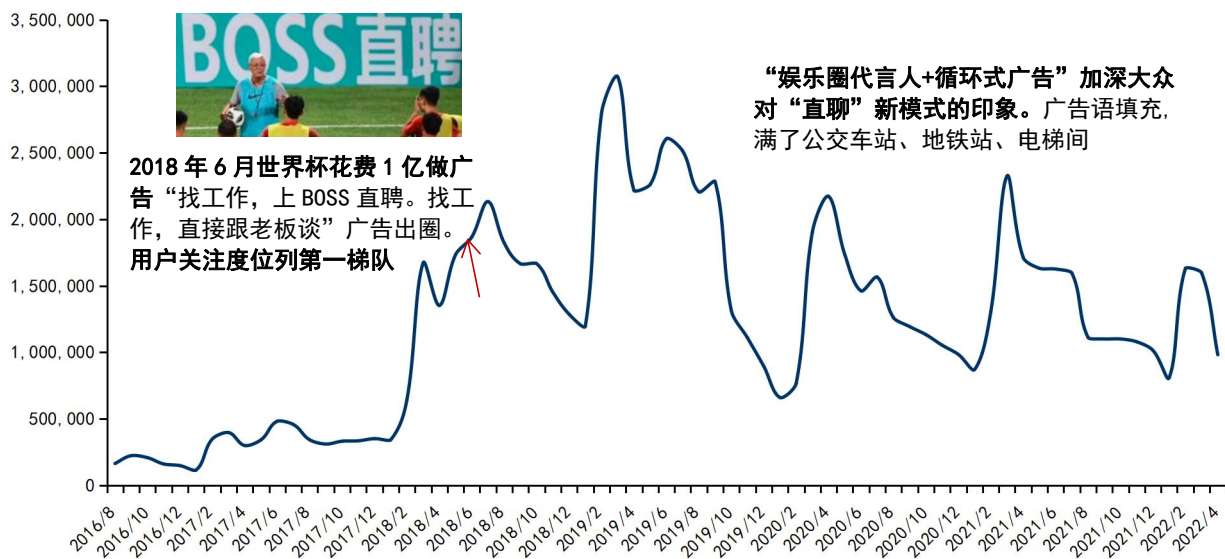


资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

有效营销, 广告获客效率优秀, 主要为加深大众对“直聘”新模式认知。公司销售费用主要由广告费、销售员工薪酬及其他相关费用、其他三部分组成, 其中广告费 2021 年占比 51% (19/20 年为 60%左右)。公司通过运用“找工作, 上 BOSS 直聘; 找工作, 直接跟老板谈”的口号培养用户心智, 突出“直聊”新的商业模式。以 2018 年世界杯营销为例, 当时 BOSS 直聘花费 1 亿在 CCTV 投入“口号式”广告, 一跃成名, 使公司从一线城市和省会城市年轻白领认知的品牌, 跃升为大众普遍知晓的品牌, 用户数也开始跻身行业头部。之后, BOSS 直聘继续用“娱乐圈代言人+循环式广告”加深大众对“直聊”新模式的印象, 在“金三银四”招聘黄金期获得较高下载量。例如邀请汪可盈 (2019 年)、盖尔加朵和刘涛 (2020 年)、沈腾 (2021 年) 等明星作为代言人, 广告更是填充满公交车站、地铁站、电梯间

等众多场景。

图11: BOSS 直聘下载数量 (IOS) ——BOSS 直聘通过 2018 年世界杯营销出圈



资料来源:七麦数据, 国信证券经济研究所整理

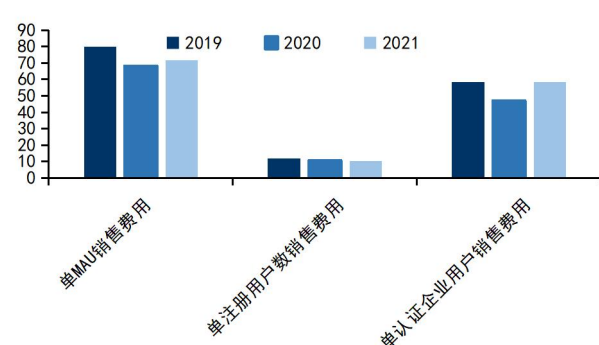
当前 BOSS “直聘” 模式的用户心智已经形成，2020 年单用户销售费用下降。为方便估算，我们以广告费作为面向 C 端的销售费用，除广告外的其他销售费用作为面向 B 端的销售费用。2020 年，BOSS 直聘单 MAU、单注册用户、单验证企业的销售费用都在下降，同比-15%、-12%、-21%。2021 年 7 月 5 日，国家网信办发布公告，对 BOSS 直聘实施网络安全审查。受到注册受限影响，单 MAU 销售费用同比+5%。广告投入放缓，单注册用户销售费用同比-4%。公司重点挖掘 B 端用户变现潜力，单认证企业用户数销售费用同比+24%。与此同时，带来企业付费渗透率由 2020 年 20%提升至 2021 年 25%。

图12: BOSS 直聘销售费用及销售费率 (百万元, %)



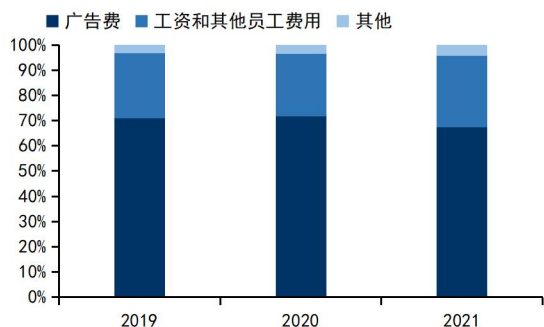
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 2020 年 BOSS 直聘单用户销售费用下降



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: BOSS 直聘销售费用结构 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

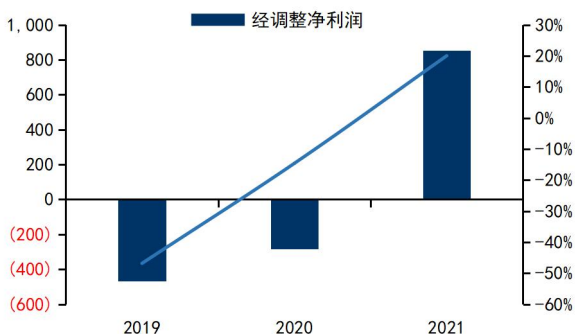
图 15: BOSS 直聘单 MAU 销售费用 (元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

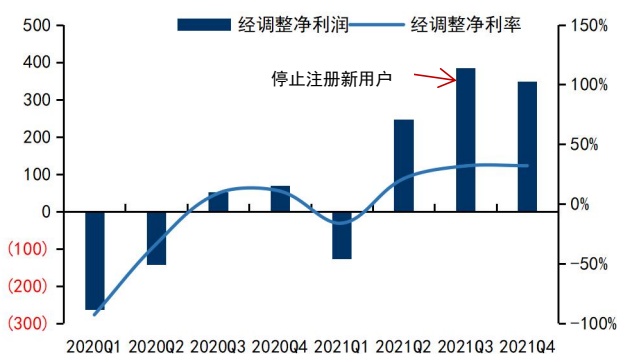
2021 年调整后净利润转正, 我们认为与暂停新用户注册, 销售费率下滑有关:2021 年经调整净利润 8.5 亿元, 经调整净利率 20%, 同比增加 35pct。2021Q2 经调整净利率 21%, 转正主要系营业收入增长带来销售费率改善。受到审查期间停止 APP 新用户注册影响, 2021Q3 销售费用下降, 经调整利润率达 32%。2022 年 6 月 29 日, BOSS 直聘恢复新用户注册。

图 16: BOSS 直聘年度经调整净利润以及净利率(百万元, %)



资料来源: BOSS 直聘招股书, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: BOSS 直聘季度经调整净利润以及净利率(百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业简析: 在线招聘是互联网领域稀缺的高成长赛道

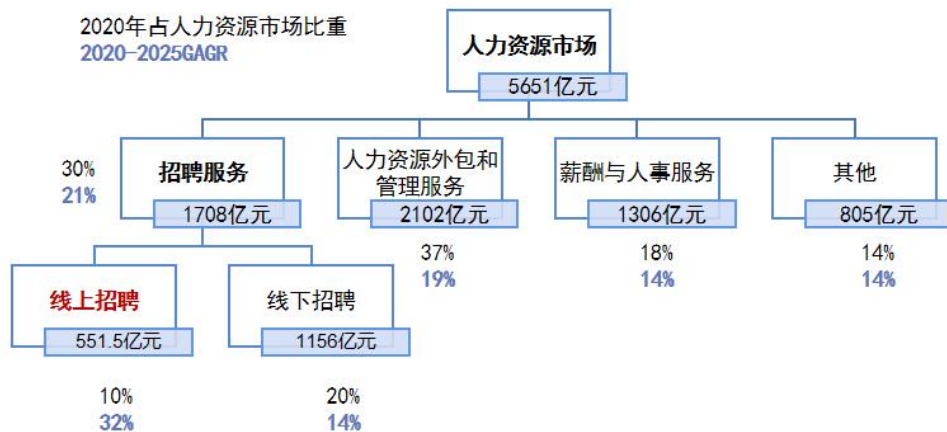
行业规模: 2020 年达 552 亿元, 预计 20-25 年 CAGR 32%

在线招聘是人力资源行业招聘市场的子集, 2020 年空间 552 亿, 增速较快。人力资源作为“刚需低频”行业, 处于发展初期。根据 BOSS 直聘招股书, 2020 年以收入计中国人力资源市场规模 5651 亿元。其中, 人力资源外包和管理服务收入占比最多, 达 37%; 招聘服务其次, 占比 30%。在线招聘市场作为招聘服务一环, 占整体人力资源市场 10%, 2020 年市场规模 552 亿元。

在线招聘是人力资源行业中增速最快的赛道。从增速上看, 招聘服务在人力资源

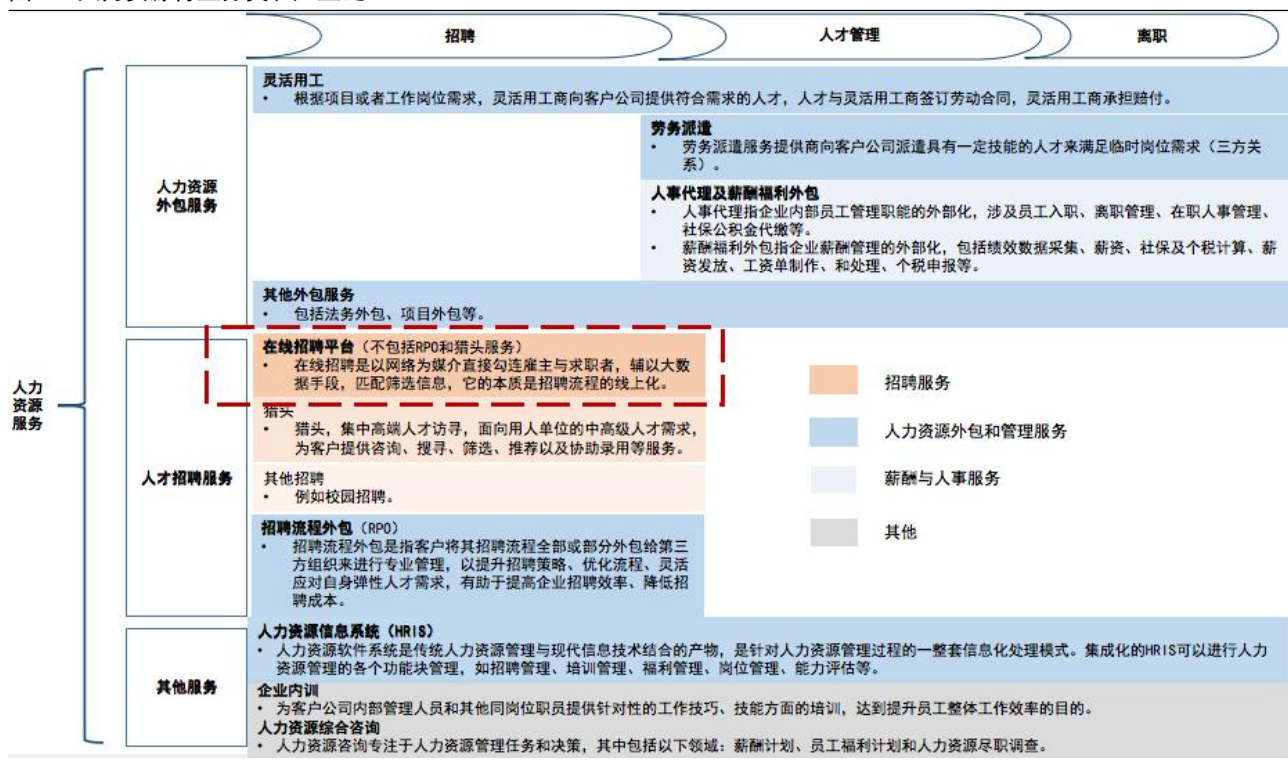
行业中增速最快，预计 2025 年达 4460 亿元，20-25 年 CAGR 21.2%。而招聘服务分为线上、线下招聘，线上招聘市场规模增速高于线下，故在线招聘在人力资源行业中增速最快。预计 2025 年市场规模 2234 亿元，20-25 年 CAGR 32.3%。

图 18: 2020 年人力资源市场市场细分领域市场空间



资料来源: CIC, BOSS 直聘招股书, 国信证券经济研究所整理

图 19: 人力资源行业分类和产业链



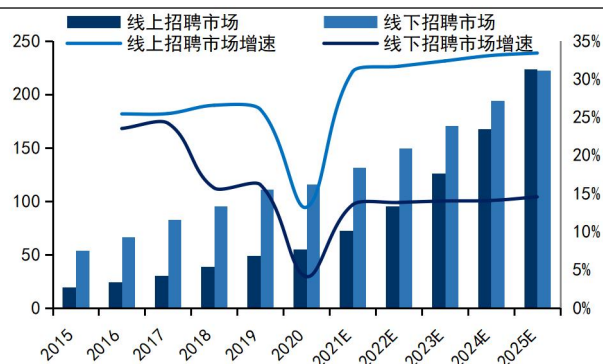
资料来源: CIC, 国信证券经济研究所整理

图 20: 以收入计中国人力资源市场规模 (十亿元)



资料来源: CIC, BOSS 直聘招股书, 国信证券经济研究所整理

图 21: 以收入计中国招聘市场规模及增速 (十亿元, %)



资料来源: CIC, BOSS 直聘招股书, 国信证券经济研究所整理

行业成长空间: 经济结构转型助推增长, 当前 C 端求职者地位上升

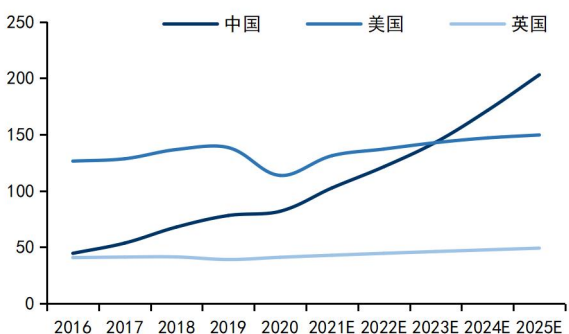
招聘行业市场收入, 本质上是企业为了招聘合适的人才所支付的摩擦成本。企业端竞争越激烈, 整个行业的摩擦成本就越高。当前 1) 经济转型带来就业结构转变, 2012 年国家大力扶持中小企业发展, 民营、个体等中小企业数上升, 劳动力市场求人倍率上升趋势加速, C 端求职者地位上升。2) 跳槽人数增加, 带动就业市场的劳动力周转次数提升。

同时, 对企业来说, 在线招聘的成本更低、效率更高, 因此, 在线招聘行业规模有望持续提升。根据当前经济结构以及发展均衡程度, 个体与私营企业的社会服务、制造业大有可为, 线上招聘蓝领、小 B 端企业发展空间大, 动力足。

◆ 招聘市场: 经济结构转型带来岗位需求释放, 劳动力供不应求

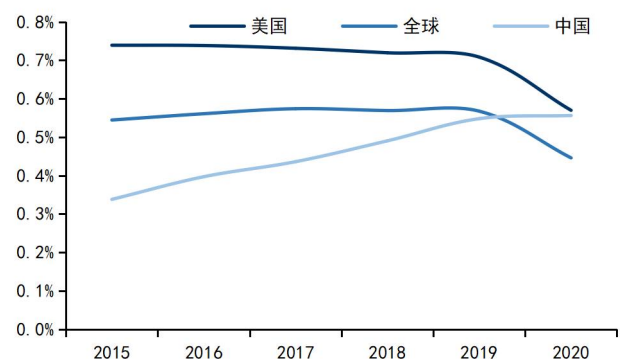
就业是经济“晴雨表”, 我国人力资源行业起步晚。中国人力资源行业起步于上世纪九十年代取消包分配后, 远晚于发达国家上世纪中甸左右的起步时间。根据 CIC 咨询数据, 2020 年, 中国人力资源行业占中国 GDP 0.6%, 远低于英国 1.9%, 日本 1.6%。

图 22: 中国人力资源市场增速快 (十亿美元)



资料来源: BOSS 直聘招股书, Marketline, 国信证券经济研究所整理

图 23: 中国人力资源市场规模占 GDP 水平较低 (%)



资料来源: BOSS 直聘招股书, 艾媒咨询, Wind, 国信证券经济研究所整理

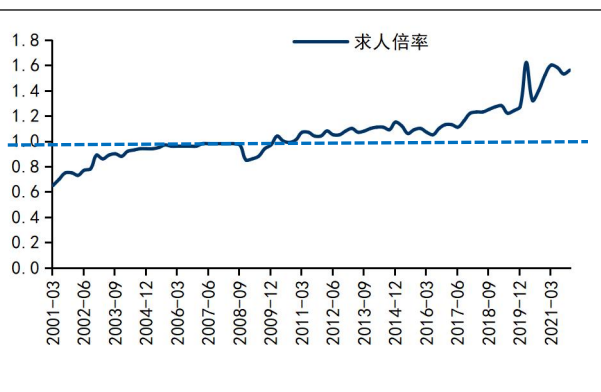
就业市场“供不应求”, 2015-2020 年间, 企业 CAGR 为 14.8%, 劳动力 CAGR 为-0.4%。当前中国经济的增长速度已经超过了劳动力供应的增长速度。根据国家统计局数

据，2020年中国劳动力7.84亿，2015-2020年CAGR -0.4%。但2020年企业法人单位数2500万，2015-2020年CAGR 14.8%。

求人倍率持续攀升，2020年末达1.56。求人倍率（就业市场有效需求人数与有效求职人数之比）不断上升，2010年后大于1，并且近年来增长提速，截至2021年年末为1.56。

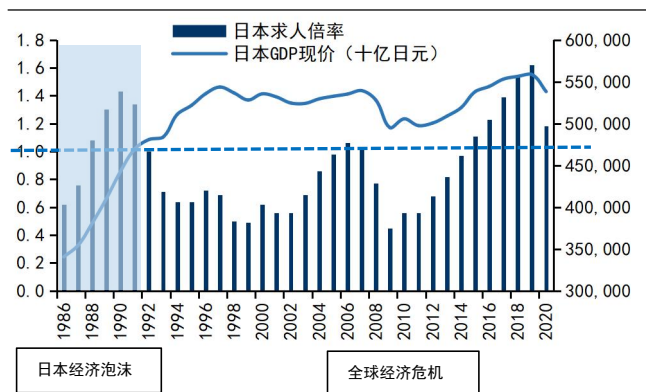
经济发展是就业市场的底盘，经济结构转型带来的新需求释放是当前“供大于求”的核心原因。我们以日本就业市场求人倍率复盘，当日本经济泡沫破裂、全球金融危机后，求人倍率下降明显，故当经济环境出现压力，必然带来就业市场供给过剩。2017年-2019年，日本求人倍率创43年来新高，上升原因为新产业发展带来岗位需求增加。以2017年7月数据为例，日本新招聘人数同比增加3.5%，其中，制造业增加10.5%，运输业与邮政业增加9.2%。根据日本厚生劳动省（注：日本厚生劳动省，相当于日本劳动部和卫生部）的信息，汽车相关产业，还有智能手机等电子零部件的生产状况良好，促进当时日本就业环境不断改善。

图24：中国求人倍率



资料来源：中国人力资源市场信息监测中心，Wind，国信证券经济研究所整理

图25：日本求人倍率与经济情况



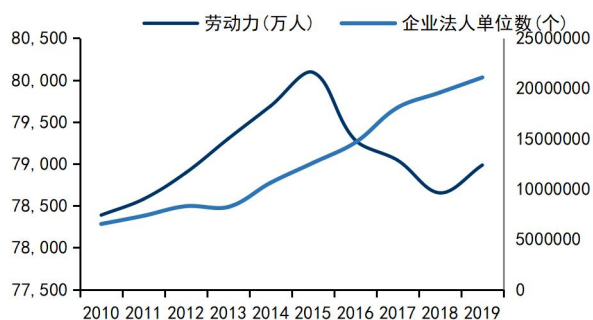
资料来源：日本厚生劳动省，Wind，国信证券经济研究所整理

基于此逻辑，我们来分析国内就业市场的现状：

一方面，2012年开始国家大力发展中小企业，城镇个体与私营企业贡献主要就业需求。工信部从2012年开始在全国开展了中小企业服务年，2013年开始全国企业数量增长提速。根据国家统计局数据，城镇个体、私营企业就业人数占比大，2019年共达58%，并且增长最快，2015-2020年CAGR 10.6%、6.8%。2021年12月，工业和信息化部发布了《“十四五”促进中小企业发展规划》，将继续实施中小企业创新能力和专业化水平提升工程，使中小企业服务供给能力全面提升，发展环境进一步优化。

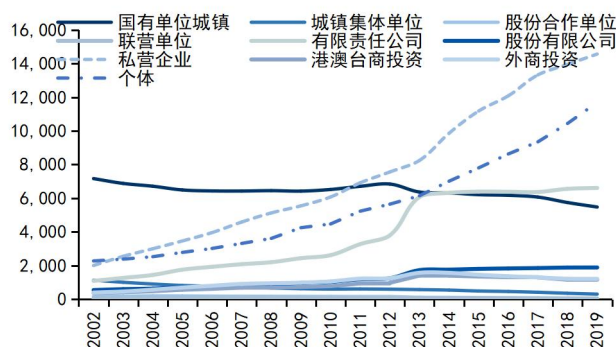
另一方面，持续的城市化从结构上改变了劳动力结构，并对城市劳动力产生了巨大需求，尤其是白领工人，和第三产业的蓝领工人。根据CIC咨询数据，2010年中国的城市化率从约50%，2020年达60%以上，预计到2030年将增长到约70%。根据国家统计局数据，2020年城镇就业人员4.6亿人，2015-2020年CAGR 2.5%，占总就业人数62%，乡村就业人数呈下降趋势。从产业来看，第三产业就业人数增长最快，并且是2012年后就业人数唯一正增长的产业类型。

图26: 中国经济的增长速度超过劳动力供应的增长速度



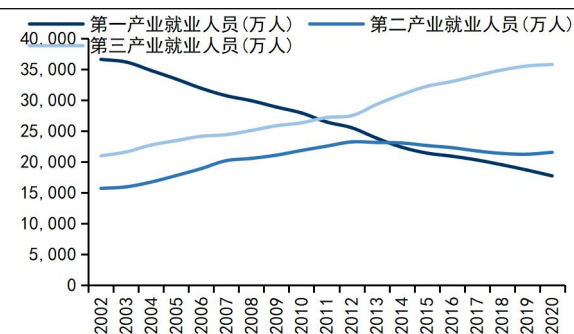
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图27: 城镇个体与私营企业贡献主要就业需求(万人)



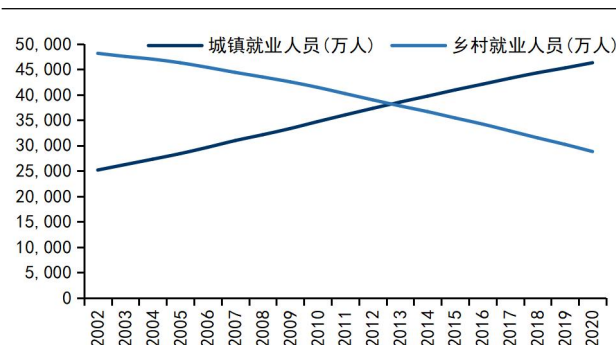
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图28: 第三产业就业增长快



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图29: 2020年城镇就业人员4.6亿人, 2015-2020年CAGR 2.5%



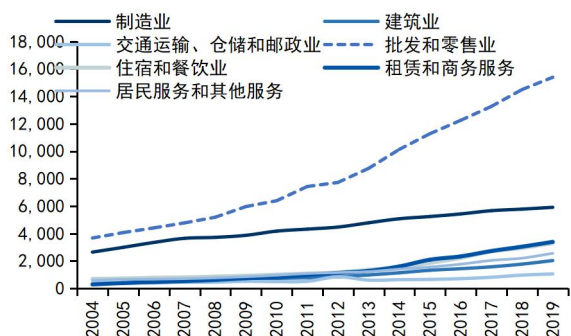
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

基于以上就业结构转变, 住宿餐饮、居民服务、仓储物流、建筑业等行业需求旺盛。根据国家统计局数据, 个体与私营企业批发零售、制造业就业最多, 住宿餐饮、居民服务、仓储物流就业人数 2015-2019 年 CAGR 15.4%、13.2%、12.8%。

虽然上述细分领域就业人数上升, 但仍不能满足其就业需求。梳理人社部发布的《2021年第四季度全国招聘大于求职“最缺工”的100个职业排行》, 营销员、餐厅服务员、商品营业员、车工、家政服务员、保安员、包装工、客户服务管理员、保洁员、快递员等职业位列前十。从100个职业分布看, 有43个属于生产制造及有关人员, 如汽车零部件再制造工、工业机器人系统操作员等。根据北森数据, 当前企业招人竞争最为激烈的是汽车、生活服务及机械制造业。

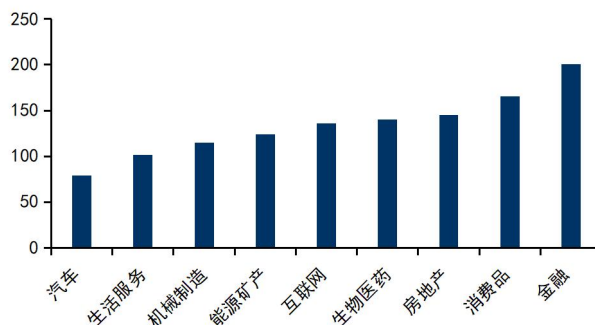
除此以外, 年轻一代跳槽频率增加使得劳动力周转率上升。当前, 年轻一代跳槽的频率的增加, 带动劳动力周转加速。根据BOSS直聘研究院数据, 70后到00后第一份工作在职时间不断缩短, 从84个月降到11个月。根据CIC调研数据, 年轻一代(16至35岁)跳槽的频率是老一代的两倍多。

图30：个体与私营企业分行业就业人数（万人）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图31：各行业招聘供需指数



资料来源：北森，国信证券经济研究所整理；注：招聘供需指数是求职人数与招聘需求人数的商数，指数上升表示企业人才供给相对充足，下降则表示人才争夺更为激烈

◆ 线上招聘市场：渗透率快速提升，蓝领市场蕴含巨大潜能

中国在线招聘的人均成本约为线下招聘的五分之一，但线上渗透率仍低。随着劳动力成本的持续增长，企业急切地从专业人力资源服务提供商处寻求高效、低成本的解决方案，根据CIC咨询数据，中国在线招聘的人均成本约为线下招聘的五分之一。伴随国内互联网发展，线上招聘蓬勃发展。根据北森数据，截至2021年，线上招聘贡献74.4%简历数量。根据CIC咨询数据，企业线上招聘渗透率逐渐提升，2020年为25%，预计2025年达36%。

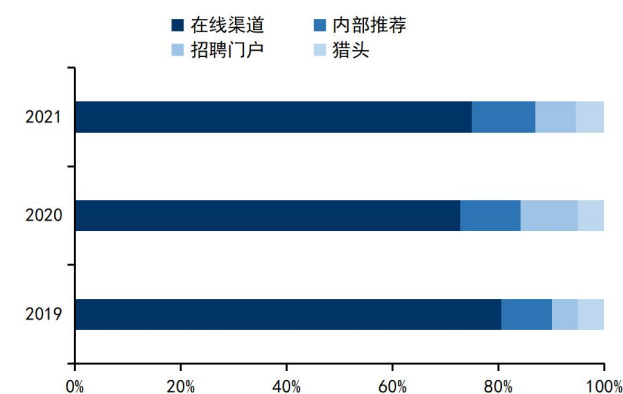
得益于成本与效率优势，小微企业更加偏好线上渠道，81%服务外包与机械制造企业选择线上渠道。根据猎聘数据，2022Q1，对于小于100人的小微企业来说，77%选择线上渠道，50%选择内推渠道。分行业，服务外包与机械制造企业更加偏好线上渠道。

图32：中国企业数以及企业线上招聘渗透率（百万，%）



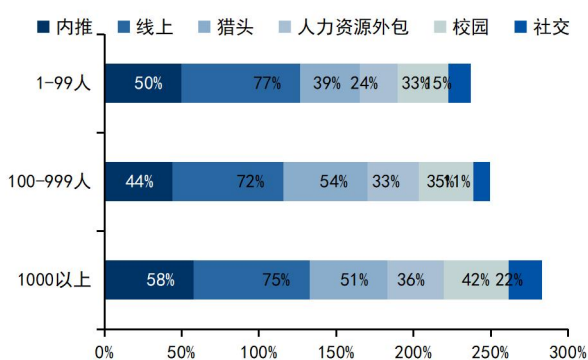
资料来源：CIC，BOSS直聘招股书，国信证券经济研究所整理

图33：不同渠道简历数量（%）



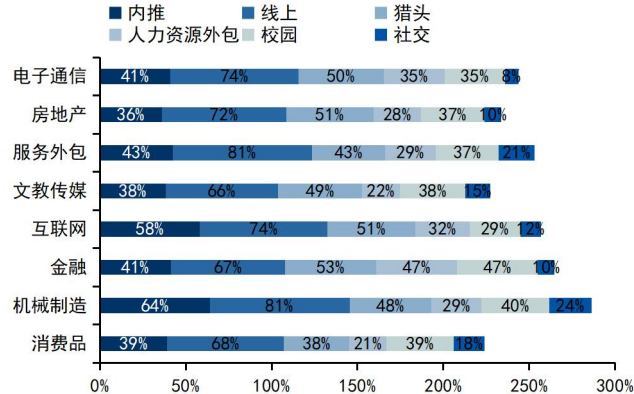
资料来源：北森，国信证券经济研究所整理

图 34: 2022Q1 不同大小企业招聘渠道偏好 (%)



资料来源: 猎聘, 国信证券经济研究所整理; 注: 招聘渠道偏好为多选题, 故分项加总不等于 100%

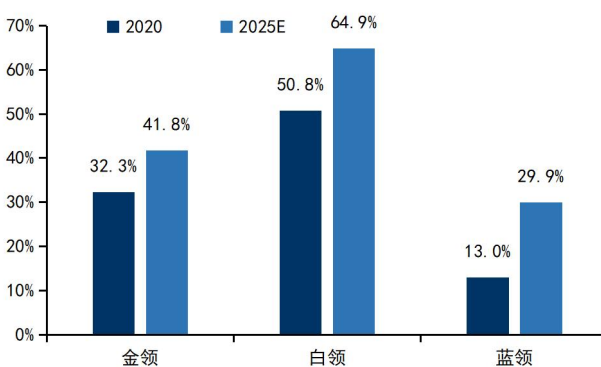
图 35: 2022Q1 不同行业企业招聘渠道偏好 (%)



资料来源: 猎聘, 国信证券经济研究所整理; 注: 招聘渠道偏好为多选题, 故分项加总不等于 100%

发展潜力看, 蓝领基数大、有更高换工作频率, 但线上渗透率低, 因此是在线招聘行业最具前景的赛道。根据 CIC 咨询数据, 预计 2025 年金领、白领、蓝领线上招聘渗透率 42%、65%、30%, 较 2020 年增加 10pct、14pct、17pct。市场规模上, 2020 年蓝领贡献线上招聘市场收入约 41%, 预计 2025 年可达 58%, 市场规模 1285 亿元。

图 36: 不同类型求职者线上招聘渗透率 (%)



资料来源: CIC, BOSS 直聘招股书, 国信证券经济研究所整理

图 37: 以收入计不同类型求职者的线上招聘市场规模 (十亿, %)



资料来源: CIC, BOSS 直聘招股书, 国信证券经济研究所整理

商业模式&竞争格局: 用创新打开行业天花板

竞争格局: 激发新需求, BOSS 直聘以“直聊”撬动在线招聘红海

BOSS 直聘创新商业模式, 打开在线招聘行业天花板。在线招聘行业并非新兴赛道, 早在 1997 年, 智联招聘就已经成立, 在 BOSS 直聘介入之前, 赛道已经聚集了智联招聘、58 同城、拉勾网、猎聘网、前程无忧等众多公司, 且各个产品各有特色。2014 年, 在整个在线招聘行业存续了 17 年后, BOSS 直聘才诞生。2019 年, 后发的 BOSS 直聘仅用了 5 年时间, 一跃成为了中国最大的在线招聘公司。

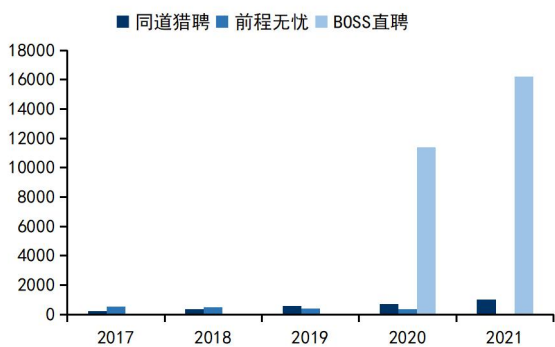
图 38: 中国在线招聘行业竞争格局



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

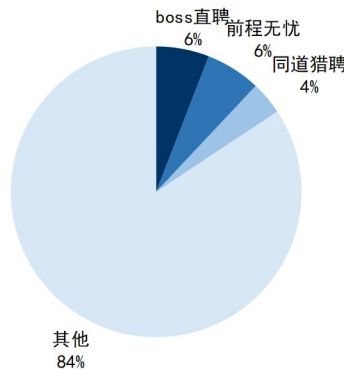
无论是从用户口径, 还是收入口径, BOSS 直聘市占率均处于领先地位。截至 2021Q4, BOSS 直聘 MAU 2710 万, 以极数数据披露 2021 年 6 月互联网招聘行业 MAU 4458 万用户数计算, BOSS 直聘用户数市占 68% (BOSS 直聘 21Q2 MAU 3040 万)。2021 年认证企业用户数 1620 万, 企业数为 810 万, 远高于其他平台, 约占全国所有企业数 17%。

图 39: BOSS 直聘企业用户数远高于其他平台 (千)



资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 40: 2021 年中国在线招聘行业收入口径的市占率



资料来源: CIC, 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

商业模式: “直聊+精准匹配+移动化” 精准新需求, 杀出红海

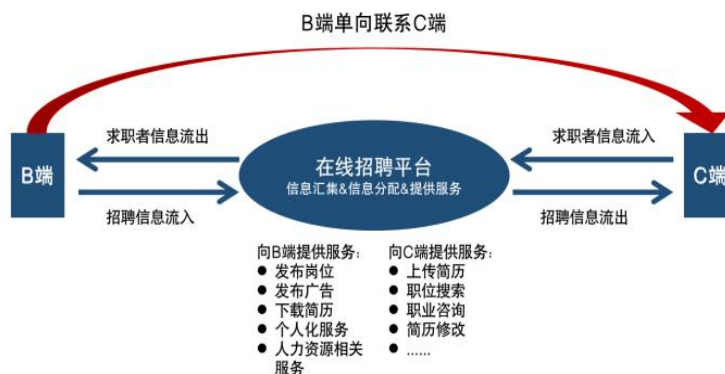
在一个市场增速趋稳、且先发优势比较明显的赛道中, BOSS 为何能够杀出红海?

我们认为, 核心原因是 BOSS 直聘顺应并激发了行业新需求, 而不是争夺当前的存量市场, 另辟蹊径满足此前未被满足的 C 端和小 B 端用户的需求。BOSS 直聘起步于 2014 年, 创立之初便抓住了传统在线招聘行业的痛点, 创新定位和商业模式, 顺应 2012 年后中小企业岗位需求旺盛, C 端求职者地位提升的趋势。另辟蹊径满足此前未被满足的 C 端和小 B 端用户的需求。它拿到的市场份额更多来自商业模式的创新, 一定程度上缓解了在线招聘行业的信息不对称。

传统在线招聘行业的商业模式，主要是以“简历为中心”，发挥“信息中转站”的作用。平台主要功能是汇集双方信息、分配信息并提供相关服务。服务点包括：1) 企业发布岗位；2) 企业下载简历；3) 企业发布广告；4) 人力资源相关服务；5) 个人化服务。

这种商业模式下，双方信息曝光度有限，效率低下且求职者处于被动等待地位。传统智联招聘、前程无忧等仍是以求职者简历为核心，BC端自行搜索，B端单向联系C端。行业内新玩家也并未打破这一传统逻辑。例如，同道猎聘建立企业、猎头、求职者三方沟通渠道，仍需猎头发挥重要桥梁作用。

图 41：传统在线招聘行业商业模式



资料来源：BOSS 直聘招股书，国信证券经济研究所整理

表 2：其他在线招聘平台商业模式汇总

平台名称	商业模式
“线上+线下+无线”三渠道式	
智联招聘	以“简历”为核心，为招聘打造线上、线下、无线三个渠道。线上辅以视频、聊天等多种沟通方式。
传统模式	
前程无忧 51Job	平台以“简历”为核心，BC端自行搜索匹配信息。主要发展人力资源类的多样服务。
BHC 式	
同道猎聘	以“简历”为中心，建立企业、猎头、求职者三方沟通渠道，猎头发挥重要桥梁作用

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ “直聊+精准匹配+移动化”：激活招聘市场中“沉默的大多数”

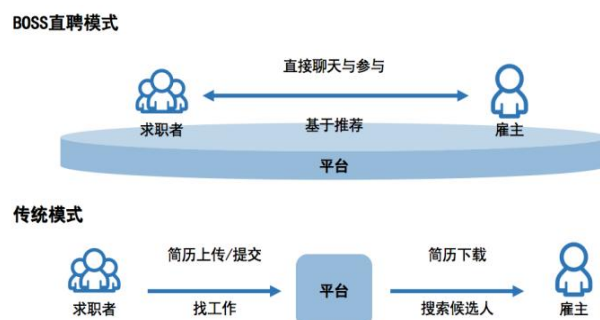
以往在线招聘行业“以简历为中心、基于搜索”的商业模式主要存在如下痛点：1) 信息不对称，企业和求职者，只能通过互相搜索发现对方，可能漏掉合适的对象；2) 单向沟通，效率低下；3) 企业通过收集简历筛选求职者，C端用户完全处于被动地位。针对传统招聘行业的这些痛点，BOSS 直聘在商业模式上做出了几点改进，使其抓住市场新需求：

图42: BOSS 直聘商业模式概览



资料来源: BOSS 直聘招股书, 国信证券经济研究所整理

图43: BOSS 直聘产品颠覆传统模式

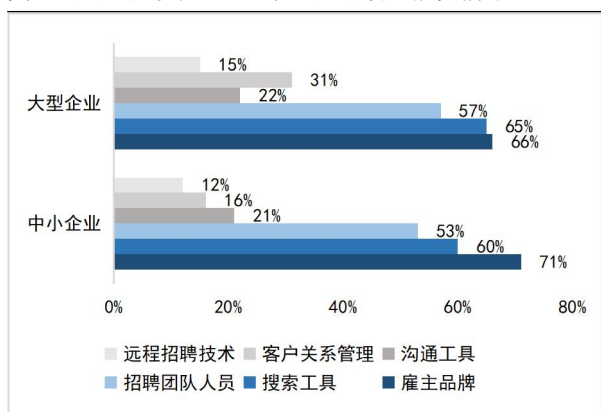


资料来源: BOSS 直聘招股书, 国信证券经济研究所整理

1) **信息流+算法匹配: 大大提升中长尾 C 端用户和 B 端企业的曝光率, 解决信息不对称问题。**传统模式下, 企业和求职者, 只能通过互相搜索发现对方。求职者会倾向于搜索名气大、市场认知度高的企业, 而企业会优先筛选符合某些硬性条件的求职者, 这无疑会让双方的流量都向头部集中, 中长尾的企业和求职者, 成为了在线招聘行业“沉默的大多数”。当前, 无论是大型企业还是小型企业都将雇主品牌打造作为招聘首要投入偏好。根据 GEM 报告, 71%的中小型企业雇主和 66%的大型企业雇主认为增加企业品牌宣传有助于人才引进。

BOSS 直聘的算法匹配, 是指提取求职者简历中的关键词, 双方的搜索记录等数据, 通过算法为双方互相推荐, 这弥补了传统单纯依靠岗位关键词进行搜索匹配的劣势。信息流模式使得 BOSS 直聘的推送的信息流是合适的而非名气高的, 这解决了供求双方间信息不对称的问题, 使长尾的 toB 类企业和求职者的需求得到满足。

图44: 大型和中小型企业雇主人才引进投资偏好



资料来源: GEM, 国信证券经济研究所整理

图45: 大型企业与小型企业在招聘时面对不同的挑战



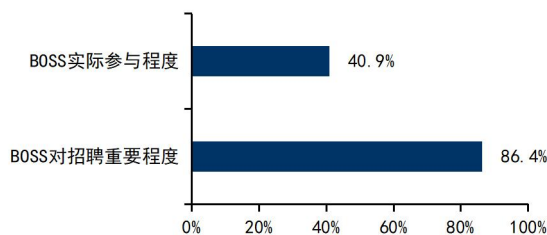
资料来源: 北森, 国信证券经济研究所整理

2) **直聊模式: 为中小企业而生。**传统模式下的简历单向沟通, 会诞生很多的沉默信息。简历背后的个人特质、求职意愿不能充分表达。而直聊模式, 相当于将招聘流程中最初始的初面环节搬到了线上, 双方能够通过初步沟通进行判断, 再加上缩减了中间与 HR、猎头等中介沟通步骤, 降低了满足双方需求所需的时间和金钱成本, 效率也得以提升。因此, 这种模式对成本更敏感的中小型企业友好。中小型企业老板不需要支付额外的招聘成本, 可以自己直接招聘。

3) **尊重 C 端求职者, 顺应求职者地位提升趋势。**BOSS 直聘对 C 端求职者的重视可从其销售费用结构窥得一二。相较于同业, BOSS 直聘花费近 60%销售费用用于

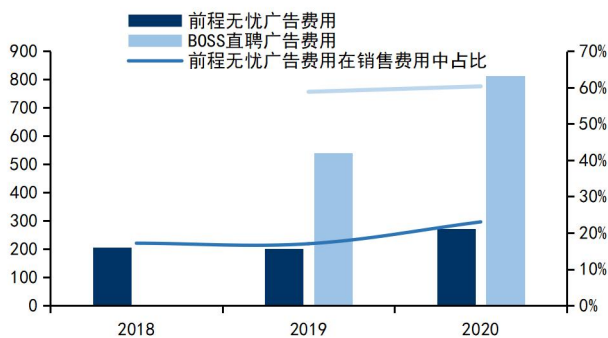
C 端广告宣传，而同业则花费更多销售费用用于面向 B 端的 KA 销售团队的搭建。例如，前程无忧 2020 年广告费用占其销售费用 23%。除此以外，在 C 端用户体验上，BOSS 直聘 CEO 赵鹏曾提及，BOSS 直聘相比于其他 app 更有“人情味儿”，即对 C 端求职者更加尊重。在没有得到求职者同意的情况下，B 端企业仅能看到求职者简短的个人信息，只有在求职者同意后，才能够获取求职者的全部简历，相比传统的只要企业付钱即可获取求职者全部简历的情况，BOSS 直聘会给予求职者更优的体验。

图 46: 82.4% HR 认为用人经理对招聘重要



资料来源: GEM, 国信证券经济研究所整理

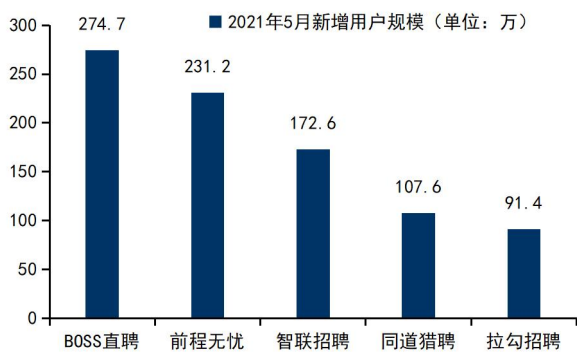
图 47: BOSS 直聘花费更多销售费用在 C 端



资料来源: 北森, 国信证券经济研究所整理

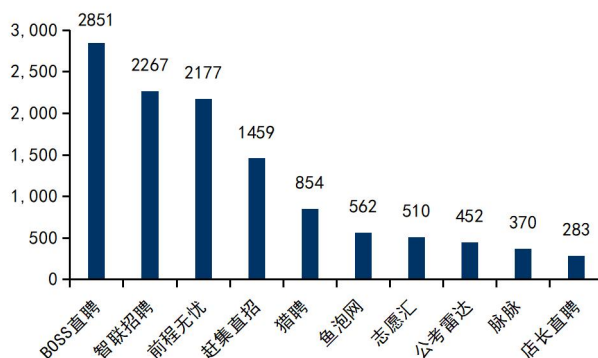
新模式快速吸引要求高效率的用户，BOSS 直聘初期净增用户数显著超过同行。传统平台的商业模式，以“简历”为主，附赠热点及广告服务。而 BOSS 以卖“畅聊卡”为主，免费发送简历，沟通是获取简历的必要步骤，这样会强制打破传统通过“简历”的沟通方式。当然，BOSS 直聘的这种流程设计，显然更适合白领、蓝领等对招聘效率有要求的用户，也更适合人数不多的中小企业，所以在成立初期，BOSS 直聘的净增用户数显著超过同行。

图 48: 2021 年 5 月（暂停注册前）互联网招聘平台月新增用户规模



资料来源: 极数数据, 国信证券经济研究所整理

图 49: 2022 年 3 月求职招聘行业 APP 活跃用户数 (万)

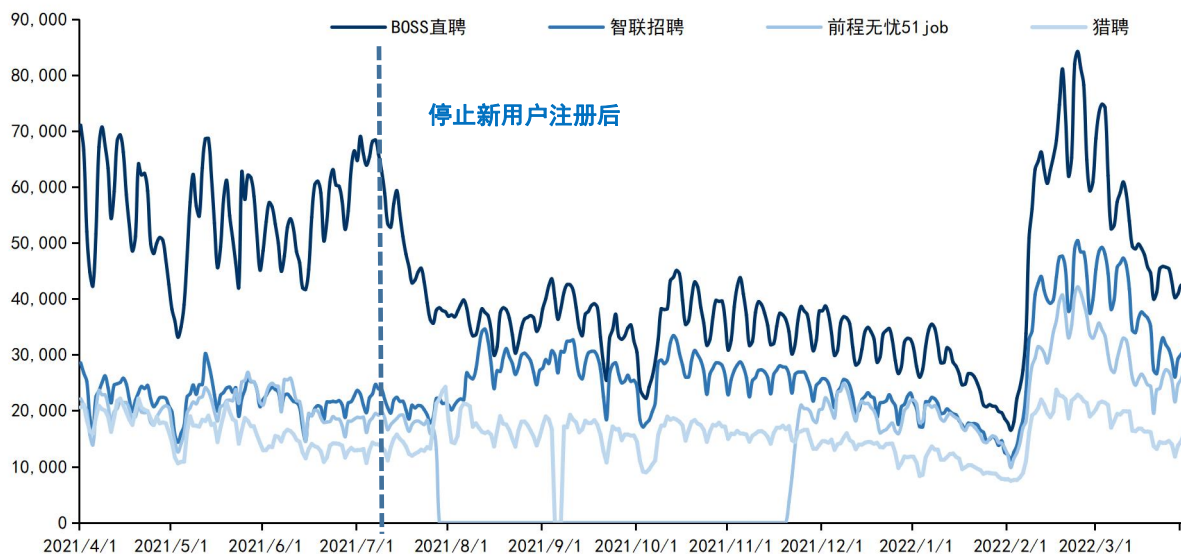


资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

商业模式助力打开行业天花板，暂停注册期间下载量仍第一，我们根据现有数据推测，用户数在开放新用户注册后有望快速增长。BOSS 直聘自 2021 年 7 月 5 日起因安全审查暂停新用户注册后，其 MAU 和 DAU 依旧稳居招聘类平台的第一位，并未大幅下滑，同业竞争者的 MAU 和 DAU 也并未有明显上升。根据七麦数据，自 21 年 7 月之后，尽管 BOSS 直聘 App 的下载量略有下滑但仍高居榜首，远超智联、前程无忧和猎聘。据公司 2022Q1 业绩会介绍，截至 5 月 31 日，平台累计注册失败用户数 4600 万，占当前已认证求职者的 47%，体现出 C 端用户需求旺盛。2022

年 6 月 29 日，BOSS 直聘恢复新用户注册。

图50: 2021 年 4 月-2022 年 3 月同类 App 下载量 (ios)



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

◆ 小额、低氪的商业模式，能快速激发中小企业的 B 端付费

对比线上招聘平台付费套餐：

- 1) **BOSS 直聘付费服务主要面向 B 端，C 端项目较少。**对于 B 端，可免费发布职位，并与求职者建立联系。对于 C 端，付费项目较少，单次付费价格远低于同行，例如简历刷新仅需 2 元/次，而同行简历定制和优化等则需百元。
- 2) **采用生态友好型的收费方式，主要为平衡 B 端和 C 端的供求关系。**大多数企业用户可以免费使用基本服务。对于求职者供过于求达到一定程度的特定职位，为避免求职者受到过多打扰、平衡健康生态，BOSS 直聘向企业用户收取发布此类职位的费用。除此之外，BOSS 直聘还提供其他增值服务，旨在帮助 B 端提高整体招聘效率。
- 3) **B 端收费不以简历为核心，付费重点在促进与应聘者的沟通。**在获得 C 端用户的授权之前，B 端仅可看到不完整的简历，C 端授权后方可获取完整简历。道具方面，重点在获得牛人流量与促进聊天。例如牛人炸弹为系统将职位推送给匹配牛人，系统帮助完成初步沟通并确认牛人意向。

表3: 在线招聘平台 B 端付费权益对比

	BOSS 直聘		智联招聘		前程无忧 51Job		同道猎聘	
	服务内容	金额	服务内容	金额	服务内容	金额	服务内容	金额
单独付费	VIP 特权包	50 元/月	智联卡	2000 元/张	智能邀约	199 元/次		
	搜索畅聊卡	388 元	智联币	1 元/个	置顶数	500 元/个		
	牛人直通车	448 元	人才吸铁石	88 元/次	无忧通	60 元/个	猎头服务	按招聘成功人员薪资抽取佣金比例
	牛人炸弹	198 元	发起聊天	20 元/次	Hi 聊数	10 元/个		
	火爆职位账号	3600 元	人才联系	20/30/50 元/个	短信数	0.5 元/条		
套餐付费	牛人直通车 10 张 牛人炸弹 12 个	16800 元/年	15 个职位 20 份简历	500 元/月	120 个职位 300 分简历	13800 元	20 个高端职位 1 周定向广告	5800 元/季

搜索畅聊卡 12 个 火爆职位账号 2 个			2 周首页“知名企业-高级” 400 条短信 120 个职位 300 分简历	16800 元	100 份高端简历 20 次意向沟通 30 个高端职位	
牛人直通卡 10 张 牛人炸弹 12 个 搜索畅聊卡 12 个 火爆职位账号 3 个	19800 元/年	40 个职位 80 份简历	2 周首页“知名企业-高级” 2 周校园招聘频道“知名企业-高级” 400 条短信	19800 元	1 周定向广告 200 份高端简历 30 次意向沟通	9800 元/半年
牛人直通卡 30 张 牛人炸弹 30 个 搜索畅聊卡 40 个 火爆职位账号 4 个	38800 元/年	60 个职位 120 份简历 150 个职位 300 份简历	2 周首页 C 区图文广告 400 条短信 120 个职位 300 分简历	22800 元	2 周定向广告 350 份高端简历 50 次意向沟通 50 个高端职位 4 周定向广告 600 份高端简历 80 次意向沟通	15800 元/年 23800 元/年

资料来源：BOSS 直聘 APP，智联招聘 APP，前程无忧 APP，猎聘 APP，国信证券经济研究所整理

表 4: 在线招聘平台 C 端服务付费对比

BOSS 直聘		智联招聘		前程无忧 51Job		同道猎聘	
服务内容	金额	服务内容	金额	服务内容	金额	服务内容	金额
VIP 权益	68 元/月	简历定制	199 元-888 元不等	优化简历	399 元-999 元不等	简历代投	598 元
简历刷新	2 元/次	简历置顶	68-128 元	面试辅导	499 元/799 元	简历优化	398 元-898 元不等
竞争力分析	3 元/次	投递特权	68-138 元	职场测评	40 元/50 元	面试辅导	598 元/798 元
		简历模版	12-25 元	职业咨询	699 元	求职顾问	3888 元
		职场课	价格不等	谁看过我的简历	28 元/45 元/68 元	职业咨询	199 元
				知己知彼	28 元/45 元/68 元	金卡 VIP	548 元/898 元/1598 元
				无忧小秘书	12 元/25 元/50 元		

资料来源：BOSS 直聘 APP，智联招聘 APP，前程无忧 APP，猎聘 APP，国信证券经济研究所整理

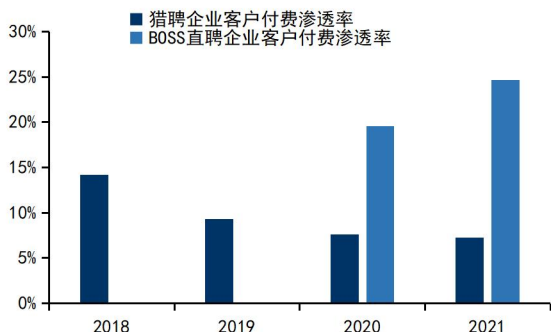
这种商业模式的设计，也让 BOSS 在商业模式上，与同业存在如下差异：

BOSS 直聘付费渗透率较高，ARPPU 低，对小 B 端企业用户友好。2021 年，BOSS 直聘企业客户付费渗透率 25%，远高于同道猎聘 7%。付费企业 ARPPU 持续上升，同比+22%达 1055 元，但仍低于前程无忧 2020 年 5952 元，同道猎聘 2021 年 31825 元。

B 端贡献主要收入，中小型企业用户为主要客户，对客户依赖小。2021 年，BOSS 直聘 99%收入来自向 B 端收费的网络招聘服务。从 B 端客户结构来看，截止 2021 年，84.1%入驻企业不足 100 人，同比扩大 2pct；在 2020 年，员工年收入超过 20 万的企业仅为 784 个。从收入结构看，2021 年，42.7%收入来自小型客户，35.5%来自中型客户，21.8%来自重点客户。重点客户数占比非常小，2021 年的重点客户数为 4478 个，占总企业用户数 0.03%。2021Q1，小型企业用户收入贡献上升，收

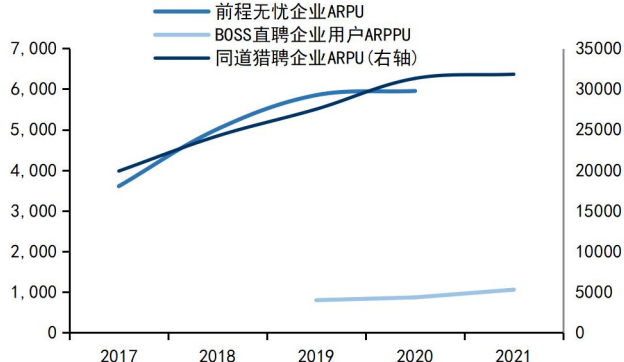
入同比+240%，占比提升 9pct。但在用户注册限制下，公司挖掘客户潜力，将小型企业用户付费能力向中大型企业迁移。2021 年全年，中大型企业客户贡献收入同比+138%，占比提升 8pct。

图51: BOSS 直聘企业客户付费渗透率较高



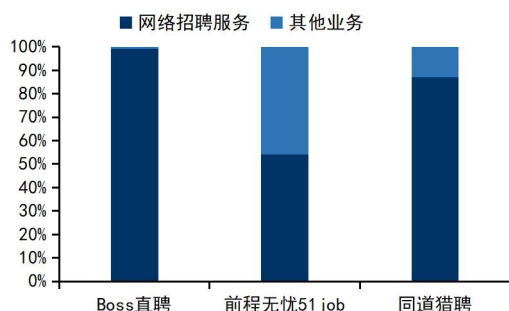
资料来源：各公司财报，公司财报，国信证券经济研究所整理

图52: BOSS 直聘企业用户 ARPPU 远低于同业



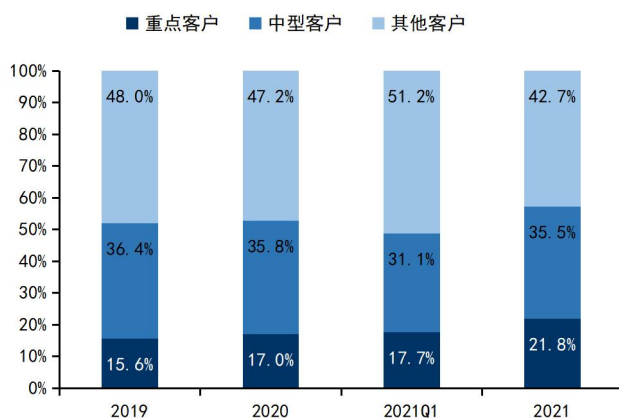
资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

图53: 2021 年 BOSS 直聘、前程无忧、猎聘收入结构



资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

图54: 2021 年小型企业用户贡献 43%收入



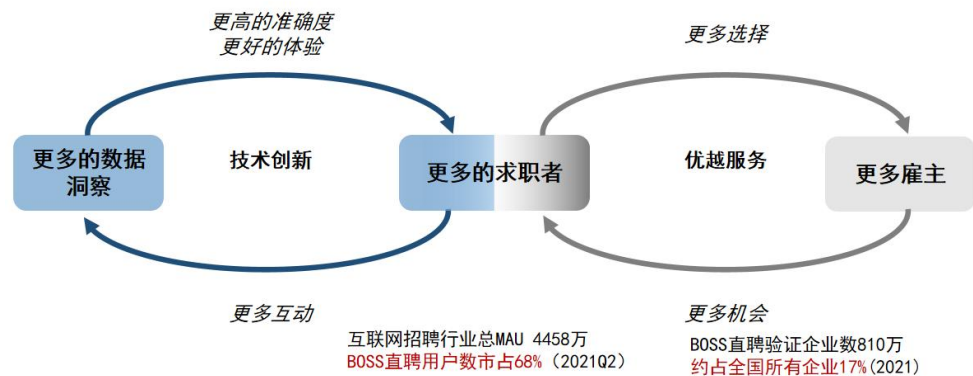
资料来源：BOSS 招股说明书，公司财报，国信证券经济研究所整理；注：重点客户指年贡献收入超 5 万元；中型客户指年收入贡献在 5 千-5 万元内；小型客户指年贡献收入低于 5 千元

壁垒分析：高效招聘是直接优势

在线招聘平台具有双边网络效应

一方面，产品覆盖更多岗位的平台，能满足多样需求，吸引用户前来。另一方面，更多的用户供给能够吸引更多的企业入驻，释放更多的岗位需求，形成正向循环。当前，BOSS 直聘拥有 2710 万 MAU，占比在线招聘市场整体 MAU 68%，拥有认证企业数 810 万，约占全国所有企业数 17%。

图 55: BOSS 直聘网络效应示意图



资料来源: BOSS 直聘招股说明书, 极数, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

招聘效率显著优于同业, 商业模式叠加技术水平保证领先优势

我们认为, 招聘的本质是匹配, BOSS 直聘高效、精准的匹配机制, 是其招聘效率优于同业的核心原因。我们通过统计 150 家公司在 BOSS 直聘、前程无忧、智联招聘、猎聘上的岗位数量情况, 并进行规模大小分类, 发现中小企业会在 BOSS 直聘上释放更多的岗位需求, 在我们统计的 39 家 500 人以下公司里, 69.2%的企业会在 BOSS 直聘投放更多岗位。而统计的 34 家 10000 人以上企业中, 约有 32.4%会在 BOSS 直聘投递更多岗位。

除此以外, 我们还根据行业类型, 将岗位分为白领、中高端服务业、中低端服务业、建筑业工人、制造业工人, 分别统计 30 个样本。数据显示, 1) BOSS 直聘在白领招聘方面优势明显, 除 10000 人以上的大型企业外, 其他规模公司 70%以上选择在 BOSS 直聘投递更多岗位。2) BOSS 直聘在中低端服务业中, 10000 人以上的企业同样具有优势, 多为麦当劳、盒马生鲜等连锁企业, 主要系 58 同城等传统蓝领招聘应用从低线城市发力, 而 BOSS 直聘迎合新经济城市蓝领的发展。3) 在制造业工人方面, BOSS 直聘尚未表现出显著优势, 我们推测主要原因为制造业需求较大, 对中介要求高, BOSS 直聘一对一直聊无法解决大量需求, 同时, BOSS 直聘在中介方面的布局相对谨慎, 以增加平台可靠性。

表 5: 中小企业有平台选择偏好 (截至 2022. 4. 30)

职业类型	企业规模	选择在 BOSS 直聘发布更多职位公司数	样本个数	BOSS 直聘有优势的公司占比
白领	10000 人以上	1	6	17%
	1000-9999 人	6	8	75%
	500-999 人	7	8	88%
	500 人以下	6	8	75%
中高端服务业 (酒店会所咖啡厅)	10000 人以上	1	6	17%
	1000-9999 人	3	8	38%
	500-999 人	5	7	71%

	500 人以下	7	9	78%
	10000 人以上	6	7	86%
中低端服务业 (餐厅商超、美容美发、保洁保安)	1000-9999 人	3	7	43%
	500-999 人	6	8	75%
	500 人以下	5	8	63%
	10000 人以上	0	6	0%
建筑业工人(楼盘开发、路桥施工、室内装修)	1000-9999 人	4	8	50%
	500-999 人	6	8	75%
	500 人以下	6	8	75%
	10000 人以上	3	9	33%
制造业工人(各类工厂工人、车间流水线)	1000-9999 人	3	8	38%
	500-999 人	1	7	14%
	500 人以下	3	6	50%

资料来源：BOSS 直聘 APP，智联招聘 APP，前程无忧 APP，猎聘 APP，国信证券经济研究所整理

招聘效率包含成功率和成本两个方面。

缩短招聘流程：BOSS 直聘通过“直聊”的产品设计，通过“算法”尽可能提高初选双方匹配度，并将获取、筛选简历融入初步沟通环节，比其他平台减少 1 环节人力成本。传统线上招聘平台的招聘流程可以细化第 5 步：发布岗位、获取简历、筛选简历、初步沟通、发起面试。其中，前两个步骤需要企业消耗金钱成本（向在线招聘平台付费），后三个步骤需要消耗人力成本（公司 HR 运作）。1）在初选方面，BOSS 直聘运用平台算法能力，通过信息流模式的推荐，提高企业与应聘人的匹配度。2）在初次沟通方面，直聊的流程相当于用求职者的个人意愿，为企业完成了获取和筛选简历的步骤，同时提升招聘者与求职者的沟通效率。

降低金钱成本：BOSS 直聘的单人招聘金钱成本下限是其他平台 1/4 左右，全流程招聘功能可免费使用。我们从流程角度拆分不同平台收费标准，在付费情况下，假设收到一个简历能够招到一个人，BOSS 直聘的单人招聘成本最低仅为 8.2 元（招聘者仅需购买开聊次数）。除此以外，BOSS 直聘全流程招聘功能可免费使用，并可拆分付费。BOSS 直聘向企业收费分为“VIP 账号”和标准化“道具”形式，其中，标准化道具提供不打包的付费模式。B 端企业可根据需求量的大小自行选择付费模式。免费模式下，在当前主流平台里只有 BOSS 直聘能够开放全部招聘必需功能的使用，满足不愿意付费企业的招聘诉求。

图56: 不同平台招聘单人成本计算

	发布岗位	获取简历	筛选简历	初步沟通	发起面试	总成本
Boss直聘	普通发布 免费 火爆岗位 58.8元/个	普通简历: 对方同意后获得, 但随后需消耗开聊次数 牛人简历 1.98元/份 消耗开聊次数 8.2元/次 (长时间使用后, 一天只免费能聊3人)			人力成本	2环节人力成本 + 8.2~68.98元 可免费使用
智联招聘	岗位发布 17元 刷新+5元	简历 30元/份	人力成本	人力成本	人力成本	3环节人力成本 + 47~52元
前程无忧	消耗无忧通 22元/个	消耗无忧通 22元/个	人力成本	人力成本	人力成本	3环节人力成本 + 44元
同道猎聘		高端简历 58元/个	人力成本	人力成本	人力成本	3环节人力成本 + 58元

资料来源: BOSS 直聘 APP, 智联招聘 APP, 前程无忧 APP, 猎聘 APP, 国信证券经济研究所整理

表6: 不同招聘平台免费模式对比

平台名称	发布岗位	获取简历/沟通	发起面试
BOSS 直聘	可以发布多数岗位	后期 1 天 3 人	正常
智联招聘	3 个岗位	不可主动搜索	正常
前程无忧 51Job	免费有效期为 10 天, 不同岗位发布需间隔 3-4 天, 10 天后不可发布职位; 提供 20 个无忧通。一个职位/简历需要 1 个无忧通。		

资料来源: BOSS 直聘 APP, 智联招聘 APP, 前程无忧 APP, 国信证券经济研究所整理

与传统搜索算法不同, 匹配推荐算法能更准确判断用户个人喜好以提高成功率。 BOSS 直聘通过实际用户使用数据, 更准确判断个人习惯偏好, 并推荐类似的候选人。例如: 同一家公司的不同端口, 看到的候选人可能不一样。而传统渠道的搜索算法, 只要关键词一样, 搜索结果趋同。

BOSS 直聘的招聘效率高, 来源于产品与商业模式设计。但追其根本, 能够精准找到客户需求并进行模块化收费, 其底层驱动是算法能力。

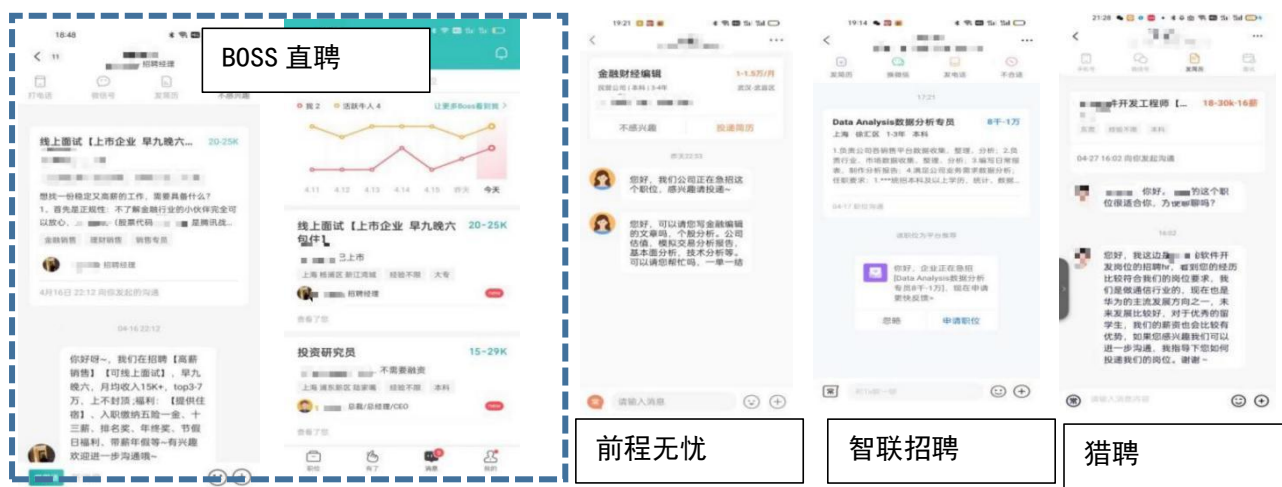
当前其他平台已经具有“聊天+信息流”模式, 但直聊界面并不如 BOSS 直聘完善。 招聘类 App 提供的主要功能可分为职位推荐、聊天、宣讲会、社区和求职课程等。根据梳理, BOSS 直聘与行业内其他 App 在功能上差异不大。均已上线直聊模式。但在界面上, BOSS 直聘的聊天界面更丰富, 贴心备有打电话、微信号、发简历功能, 并可通过点击不感兴趣, 帮助平台更好的推荐岗位。在聊天界面外, 还有互动页面, 用户可通过图表直观显示与牛人、企业等的交互情况。

表7: 不同招聘平台上线聊天形式时间一览

平台名称	功能	上线时间
BOSS 直聘	首创“直聊”	2014.08.08
猎聘	上线“直聊”	2015.05.17
智联招聘	上线“直聊”	2017.01.12
前程无忧	上线“直聊”及实时沟通	2020.04.02

资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

图57：不同招聘平台聊天界面示意图



资料来源:BOSS 直聘 APP, 智联招聘 APP, 前程无忧 APP, 猎聘 APP, 国信证券经济研究所整理

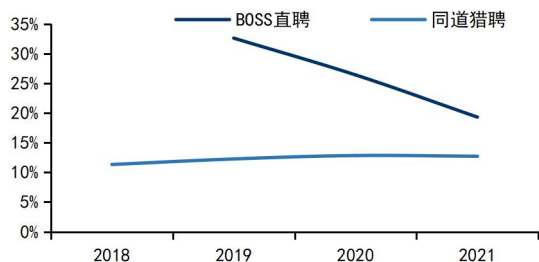
虽然当前其他平台拥有直聊模式，但与 BOSS 直聘精准匹配的底层逻辑仍有差异。

1) 由于起步于传统模式，其他平台直聊模式为辅助。但直聊模式，通过互动情况记录有更多的数据积累。BOSS 直聘用户数据积累包含：1) 求职者选择企业；1) 企业筛选打招呼的求职者；3) 与求职者互动情况（意向度等）；4) 求职者是否应答面试邀请等。而传统平台企业获取简历后，通过电话等触达候选人，互动数据并没有直接留在平台上。2021 年，BOSS 直聘平台每月产生约 32 亿对话消息。

2) BOSS 直聘通过匹配充分挖掘企业需求，商业模式覆盖客户范围广。传统招聘平台通过拓展积累大量 KA 用户，习惯通过打包付费向客户收取费用。而 BOSS 直聘付费门槛低，通过匹配充分挖掘有潜力的客户需求，将小型客户拉升为 KA 客户。

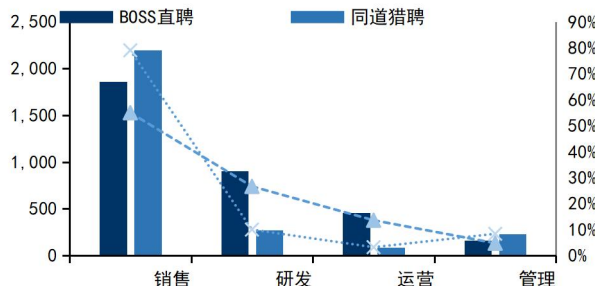
模型与算法的调优需要大量数据集的不断训练，需要长期投入。BOSS 直聘坚持较大的研发投入。BOSS 直聘通过对深度学习和推荐算法的投入，提升职业知识图谱，加深对各种职业和行业的了解，在推荐精准度上已经通过大量的用户验证。BOSS 直聘对研发投入的重视高于同行。2021 年，BOSS 直聘研发费率 8.22 亿元，研发费率 19%，高于同道猎聘的 13%。与此同时，BOSS 直聘研发人员较多，也高于其他平台。BOSS 直聘 2021 年研发人员 1169 人，占比达 24%，相比之下，同道猎聘 2017 年研发人员占比为 10%。

图58：BOSS 直聘研发费率高于其他平台（%）



资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

图59：BOSS 直聘研发人员占比高于其他平台



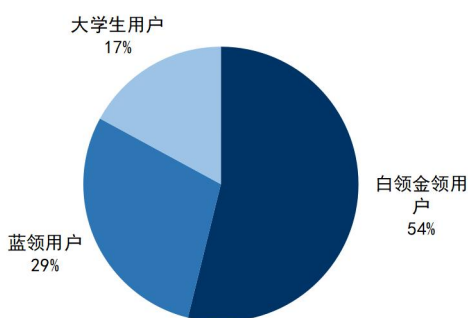
资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理; 注: BOSS 直聘为 2020 年数据, 同道猎聘为 2017 年数据。

成长空间：蓝领市场蕴含较大潜能

发展潜力：白领方面已具优势，蓝领领域渗透率较低

从目标人群类型来看，BOSS 直聘平台在白领渗透较高，有望在蓝领方面继续拓展，开拓新市场空间。2021 年，BOSS 直聘白金领、蓝领、学生用户占比 54%、29%、17%，相较 2021Q1 变动-1pct、0、+1pct。根据 CIC 咨询数据，当前蓝领在线招聘渗透率低，2025 年在整体在线招聘市场的市场规模占比有望达到 58%。故 BOSS 直聘在蓝领领域蕴含巨大的潜能。

图 60: BOSS 直聘不同目标人群类型占比 (%)



资料来源：BOSS 直聘招股书，国信证券经济研究所整理

图 61: 不同类型求职者偏好的平台 (2022.02)



资料来源：MOBTECH，国信证券经济研究所整理

分析当前不同类型招聘市场竞争格局，金白领招聘市场玩家众多、竞争完善，蓝领市场仍有空间，新玩家还在进入。1) 金领市场中同道猎聘竞争力最强。2) 白领市场竞争最为激烈，是月活数量位于前四的平台的主要目标市场，包括智联招聘、BOSS 直聘、前程无忧 51Job 和同道猎聘。3) 蓝领招聘市场仍是潜力巨大的市场。其中，老牌玩家影响力巨大，有 58 同城和赶集直招；新玩家尚处于起步阶段，如快手直播招聘；综合招聘平台 BOSS 直聘等将蓝领视为重要机遇。

表 8: 在线招聘平台在不同目标人群类型的竞争格局

细分市场	核心玩家
金领	猎聘、领英、脉脉
白领	BOSS 直聘、智联招聘、前程无忧 51Job
蓝领	58 同城、赶集直招、快手直播招聘、BOSS 直聘

资料来源：MOBTECH，国信证券经济研究所整理

BOSS 直聘在白领已经拥有优势。根据 MOBTECH 统计，白领求职者偏好 BOSS 直聘和猎聘，BOSS 直聘吸引 10-20K 月薪的白领求职者。与此类似，我们统计了 30 家白领相关企业，发现由于 BOSS 直聘招聘成本更低，在白领领域，特别是中小企业白领方面，BOSS 直聘受到企业偏好。

表9：BOSS 直聘在白领拥有优势（截至 2022. 4. 30）

公司名称	公司规模	在招岗位				BOSS 直聘岗位数占比
		BOSS 直聘	智联招聘	前程无忧	同道猎聘	
新东方	10000 人以上	3107	1632	1030	1963	40.18%
网易	10000 人以上	2636	0	694	3149	40.69%
腾讯	10000 人以上	4504	1243	1660	14752	20.33%
亚马逊	10000 人以上	144	15	47	1251	9.88%
阿里巴巴	10000 人以上	400	684	1745	6885	4.12%
字节跳动	10000 人以上	534	3244	10485	16495	1.74%
Shopee	1000-9999 人	2876	8	68	1207	69.15%
高顿教育	1000-9999 人	1138	303	35	416	60.15%
拼多多	1000-9999 人	4471	593	39	2504	58.77%
祖龙娱乐	1000-9999 人	219	0	0	157	58.24%
英雄互娱	1000-9999 人	512	17	6	604	44.95%
捷顺科技	1000-9999 人	300	47	294	296	32.02%
GIMC 省广集团	1000-9999 人	132	0	64	366	23.49%
无忧传媒	1000-9999 人	62	192	0	106	17.22%
麦淘网	500-999 人	56	0	0	0	100%
库洛科技	500-999 人	141	0	4	9	91.56%
阁楼摄影	500-999 人	114	0	20	11	78.62%
芜湖慧众财务管理 管理有限公司	500-999 人	43	13	0	0	76.79%
葫芦文化	500-999 人	37	12	0	0	75.51%
花点时间	500-999 人	42	0	0	33	56.00%
吉比特	500-999 人	194	0	0	204	48.74%
敦煌网	500-999 人	68	4	4	147	30.49%
酷橙游戏	500 人以下	45	0	0	0	100%
云蟾游戏	500 人以下	111	0	0	9	92.5%
博雅天下传媒	500 人以下	43	0	0	5	89.58%
红海科技	500 人以下	138	0	0	29	82.63%
青瓷游戏	500 人以下	83	16	0	8	77.57%
太合音乐文化	500 人以下	45	6	0	42	48.39%
杭州魔点科技	500 人以下	59	0	51	144	23.23%
大龙网	500 人以下	92	55	108	258	17.93%

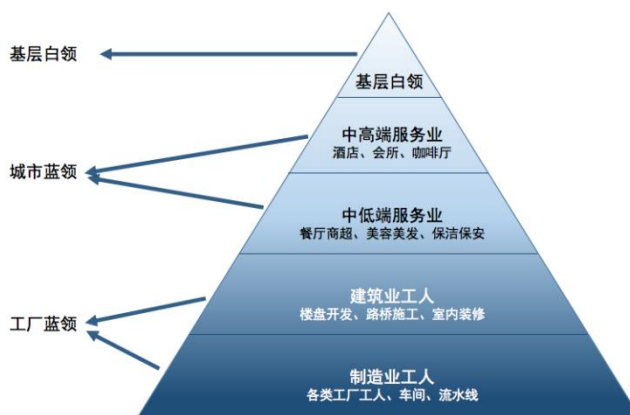
资料来源：BOSS 直聘 APP，智联招聘 APP，前程无忧 APP，猎聘 APP，国信证券经济研究所整理；注：蓝色填充表示 BOSS 直聘的在招岗位数量为 4 大平台中最多。

高端招聘初露头角。公司在 2022Q1 业绩会上首次披露面向白领、金领的“直猎帮”相关情况。当前月活猎头顾问达数万人，白领及金领求职人群月均超过百万（22Q1 猎聘验证猎头数量 20.5 万人）。虽然当前规模与同业仍有差距，但猎头顾问、猎企和金领人才的生态已经形成，公司有望通过“直聊”模式的高效率和 BOSS 直聘本身领先的流量池获得更多市场份额。

BOSS 直聘在新经济城市蓝领有优势，在工厂蓝领方面积极布局

蓝领可分为城市蓝领和工厂蓝领，城市蓝领占比约 30%。城市蓝领以服务业为主，工厂蓝领主要为制造业及建筑业。根据国家统计局数据，我国有 4 亿蓝领，服务业蓝领约占 1.2 亿。

图 62: 蓝领分类



资料来源：36Kr，国信证券经济研究所整理

城市蓝领线上招聘覆盖相对工厂蓝领较为完善，BOSS 直聘在新蓝领人群渗透率领先。城市蓝领以连续性、小批量招募为主，招聘方和求职方都较为分散，故依赖中介机构进行撮合。58 同城、赶集直招较早布局，从低线城市发力。根据其招聘类型 tag 分类，主要面向销售、店员、客服等传统城市招聘岗位。当前，随着网络经济兴起，新蓝领人群例如外卖员、房产经纪人、网约车司机等岗位需崛起。根据 Questmobile 数据，BOSS 直聘在新蓝领用户中渗透率 3.4%，位列第一。我们梳理 BOSS 直聘在城市蓝领情况，BOSS 直聘除了在中小服务业企业拥有优势外，在中低端服务业中，10000 人以上的企业同样具有优势，例如麦当劳、盒马生鲜等连锁企业。

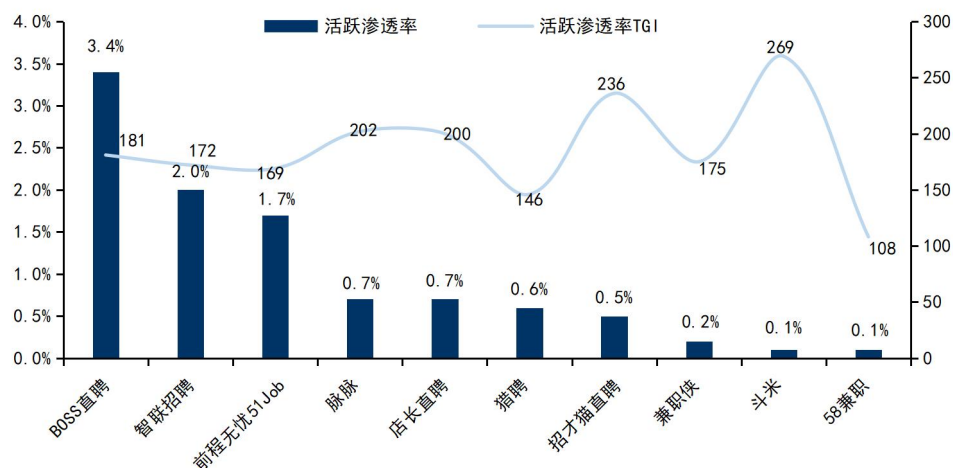
表 10: 在线招聘平台蓝领玩家特点梳理

蓝领玩家	功能设计	推荐/直播招聘岗位
	全线功能齐全，满足蓝领人群日常生活全部需求	
58 同城	1. 从工作、房、车、生活、服务和金融六大类分别提供对应服务：招聘、租房卖房装修等、租车代驾卖车保养等、搬家保洁、驾驶员、客服、文员、保洁、保安、美容师、营业员、洁维修等、本地活动租赁等、58 消费贷； 2. 设计“发现”入口，构建社区生态； 3. 有“直播招聘”形式。	淘宝客服.....
赶集直招	1. 仅提供招聘服务； 2. 设计“人脉圈”，提供交流平台； 3. 设计“梦想小店”，用户可做签到等任务	销售、保安、服务员、司机、店员、文员、厨师、快递员.....

BOSS直聘	1. 分为职场版和学生版 2. 以“全职”“实习”“兼职”分类岗位	技工/普工、物流/仓储/运输、酒店/餐饮/旅游、采购/外贸、化学化工..... (平台白金蓝领全覆盖, 岗位以行业分类形式呈现)
快手直播招聘	“首页”中有“找工作”入口, 招聘形式为直播	保安、保洁、操作工、乘务员、技工、驾驶员..... (双列信息流推荐为主)

资料来源: 国信证券经济研究所整理

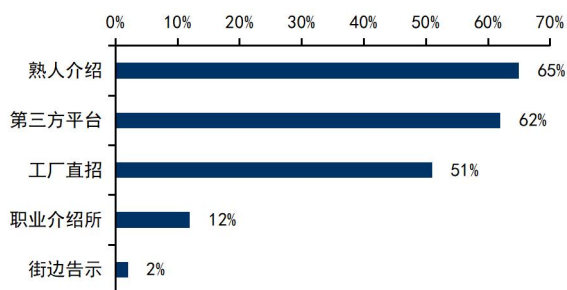
图 63: 2020 年 7 月新经济蓝领在求职招聘行业 APP 活跃渗透率



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理; 注: 1. 活跃渗透率=新蓝领人群启动某个 APP 媒介的月活跃用户数除以新蓝领人群的月活跃用户数; 2. 活跃渗透率 TGI=新蓝领人群中某个 APP 媒介的月活跃渗透率除以全网中该 APP 媒介的月活跃渗透率*100。

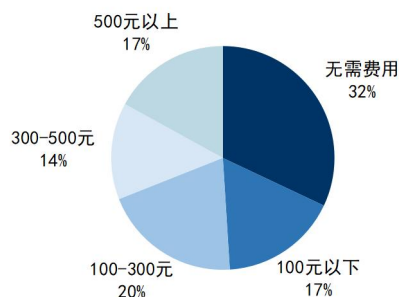
工厂蓝领更倾向于线下熟人介绍，线上空间足，主要痛点为消息可靠性与求职成本。由于技术门槛较低，工厂蓝领招聘具有标准化特点，招聘方只求职者满足特定工作经验、身体素质即可。而求职者除了看重薪资外，主要考察公司岗位的可靠性，以及应聘所付出的时间、金钱成本。根据《2020 制造业蓝领白皮书》，蓝领工人寻找工作机会的时候，会更加信任所熟悉的人或是可靠的第三方平台，选择两个平台的工厂蓝领分别占总样本比 65%、62%。这两种方式不仅可以帮助其降低受骗的风险，简便且易获取的信息也帮助他们降低了自身的求职成本。在招聘成本方面，1/3 的工厂蓝领寻找工作时候不产生任何费用，83%在 500 元以下(包含交通住宿、人情往来等相关花销)。

图 64: 65%、62%工厂蓝领选择熟人介绍、第三方平台



资料来源:《制造业蓝领白皮书(2020)——疫情冲击与金融健康》，国信证券经济研究所整理

图 65: 工厂蓝领求职成本占比 (%)



资料来源:《制造业蓝领白皮书(2020)——疫情冲击与金融健康》，国信证券经济研究所整理

BOSS 直聘招聘效率高，不断拓展安全团队加强职位可靠性。招聘成本方面，直聊模式的招聘模式简单，收费价格对 C 端用户友好，除了想要更多的流量曝光、刷新简历外，几乎不对 C 端收费。安全性方面，公司加强安全建设，在个人信息审核、线下审核团队搭建、数据安全能力方面进行提升。根据 2021Q4 业绩会介绍，2021 年公司关于安全的相关团队增加了 750 人，总人数已经超过 1000 人。2021 年公司总员工数为 4840 人。

对蓝领工人来说，识别风险是第一位的，海螺计划打击黑中介，优化工厂蓝领求职体验。2022Q1，BOSS 直聘正式推出了制造业蓝领职位保真计划“海螺优选”，合作中介优选及工厂直招岗位均由平台安全团队线下实景考察验真，产品端还上线了用户反馈功能。根据 BOSS 直聘发布的《2022 年一季度平台治理与服务公报》显示，“海螺优选”推出以来，平台制造业蓝领求职者举报量下降了 50%，行业整体客诉率下降至 0.3%。除此以外，平台“AI+人工”认证审核能力持续提升，AI 自动识别营业执照虚假准确率达 85%以上。当前公司蓝领中介进展顺利，根据 2022Q1 业绩会介绍，符合 BOSS 直聘信息真实性和诚信履约要求的中介自年初以来成倍增长。

BOSS 直聘工厂蓝领布局相对谨慎，谋求平台长远发展：1) 中介入驻门槛费较高；2) 多靠劳务派遣中介，有线下安全团队审查。我们预计，当 BOSS 直聘在蓝领中“可靠”心智形成后，将进一步吸纳蓝领招聘线上空间。

估值及投资建议

绝对估值：34.7-37.8 美元

收入侧：BOSS 直聘为高增长赛道中的龙头公司，蓝领市场潜在空间较大，有待挖掘，我们预计付费企业数及单用户 ARPPU 均会保持较高增长，这两项指标在 2022-2024 年增速分别为 25%/30%/24%，15%/24%/16%，由此，我们预计 2022-2024 年收入增速分别为 44%/63%/44%

毛利率侧：2022Q1，公司在安全侧加大投入，且收入端受疫情影响，导致毛利率环比下滑至 84.4%。我们判断，随着收入增速恢复以及规模效应的产生，后续毛利率预计保持稳定，我们判断 2022-2024 年毛利率分别为 87%/87%/87%

费用侧：公司所处赛道具有明显的双边网络效应，用户形成粘性后，预计销售费率会有明显优化，我们预计 2022-2024 年销售费率分别为 39%/36%/35%。随着收入的提升和规模效应的显现，预计管理及研发费率也会有所优化，我们预计 2022-2024 年公司管理费率分别为 10%/8%/7%，研发费率分别为 20%/18%、16%。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 11：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	94.69%	119.05%	43.83%	62.84%	43.84%	39.15%	25.00%	15.00%	8.00%	3.00%	1.00%	1.00%
营业成本/营业收入	12.35%	13.02%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
管理费用/营业收入	67.39%	66.05%	30.00%	26.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
销售费用/销售收入	69.30%	45.61%	39.00%	36.00%	35.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
营业税及附加/营业收入												
所得税税率	0.00%	5.88%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
股利分配比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表 12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.30	T	10%
无风险利率	2%	Ka	9.8%
股票风险溢价	6%	有杠杆 Beta	1.35
公司股价 (美元)	26.3	Ke	10.1%
发行在外 ADS 数 (亿)	4.32	E/(D+E)	96.2%
股票市值 (亿美元)	114.4	D/(D+E)	3.8%
债务总额 (亿美元)	4.64	WACC	9.9%
Kd	5.0%	永续增长率 (10 年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司股价区间为每 ADR 34.7-37.8 美元。

表 13: BOSS 直聘 FCFF 估值表

百万元	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	1177.08	2569.47	4237.32	6065.90	7562.90	8685.41	9373.60	9651.91	9747.00	9843.07	
所得税税率	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	
EBIT*(1-所得税税率)	1059.37	2312.53	3813.59	5459.31	6806.61	7816.87	8436.24	8686.71	8772.30	8858.76	
折旧与摊销	105.33	106.42	106.91	106.63	106.08	105.43	104.74	104.05	103.36	102.68	
营运资金的净变动	(547.97)	351.64	77.01	352.19	549.07	412.29	253.58	103.78	36.82	37.17	
资本性投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
FCFF	521.93	2674.80	3901.29	5822.16	7366.29	8239.70	8700.30	8800.90	8819.46	8906.20	115486.07
PV(FCFF)	475.06	2215.97	2941.83	3996.03	4601.81	4685.20	4502.84	4145.87	3781.52	3475.78	45070.26
核心企业价值	79892.16										
减: 净债务	(12619.75)										
股票价值——亿美元	144.46										
每股价值——美元	36.12										

资料来源: 国信证券经济研究所预测; 注: 人民币比美元汇率采用 6.37。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.5%	9.7%	9.9%	10.1%	10.3%
永续 增长 率变 化	2.6%	39.55	38.59	37.68	36.83	36.04
	2.4%	38.92	38.00	37.13	36.32	35.56
	2.2%	38.32	37.44	36.61	35.84	35.10
	2.0%	37.75	36.91	36.12	35.37	34.67
	1.8%	37.21	36.41	35.65	34.93	34.26
	1.6%	36.70	35.93	35.20	34.52	33.87
	1.4%	36.22	35.48	34.78	34.12	33.49

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 35.5-37.5 美元

目前从事在线招聘企业的上市企业: 国内主要有同道猎聘、前程无忧、BOSS 直聘。

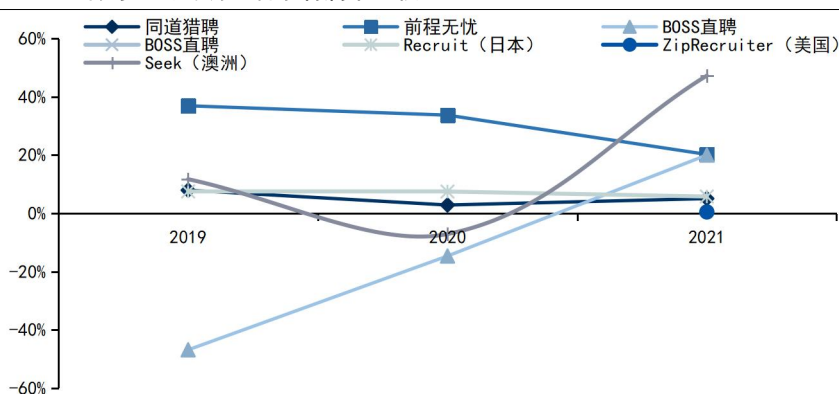
国外有 SEEK, Recruit, ZipRecruiter。其中, SEEK、Recruiter、前程无忧等成立时间早,以传统招聘为主。BOSS 直聘创新招聘形式,成长性更足。我们预计 BOSS 直聘 2022-2025 年收入 61.3/99.8/143.5/199.7 亿元, CAGR 为 48%, 经调整净利润 12.0/25.4/38.9/55.8 亿元, CAGR 为 67%。将估值切换至 2023 年, 预计 23-25 年公司经调整利润 CAGR 48%, 考虑到公司利润增速优于同类公司, 我们给予 2023 年 PE 41-43x, 对应 PS 10.3-10.9x, 对应股价每 ADR35.5-37.5 美元, 对应涨幅 35-43%。

表 15: 国外在线招聘公司简介

公司	成立时间	国家	主营业务
SEEK	1997	澳大利亚	在线招聘, 雇主雇员配对
Recruit	1960	日本	招聘广告、促销和人员配备派遣
ZipRecruiter	2010	美国	创新用数据和人工智能做招聘匹配

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

图 66: BOSS 直聘可比公司调整后净利润率比较



资料来源: WIND, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

表 16: BOSS 直聘同类公司估值比较 (2022. 6. 30)

公司代码	公司名称	总市值 (亿美元)	净利润增速				PE		
			2021	2022E	2023E	23-25CAGR	2021	2022E	2023E
6098. T	Recruit	485	113%	-19%	15%	16%	18.3	22.7	19.5
ZIP. N	ZipRecruiter	18		773%	93%	39%	485.2	58.2	30.1
SEK. AX	Seek	51	240%	68%	9%	14%	48.8	29.1	26.7
6100. HK	同道猎聘	7	151%	129%	37%		31.8	13.3	9.8
BZ. O*	BOSS 直聘	114		40%	113%	48%	82.8	59.0	27.8

资料来源: WIND, Bloomberg, 国信证券经济研究所预测; 注: 带*来自国信证券预测, 其他采用 Bloomberg 预测。

投资建议

综合绝对估值与相对估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 35.5-37.5 美元之间, 对应涨幅 35-43%, 继续维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 35.5–37.5 美元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的海外、国内上市企业 SEEK、Recruit、ZipRecruiter、同道猎聘、前程无忧进行比较，选取了可比公司 2022 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务独特性和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予 0–20%溢价，最终给予公司 22 年 55–65 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 44%/63%/44%，可能存在对公司用户数及价格预计偏乐观，进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 87%/87%/87%。存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受销售费率影响较大，我们预计未来 3 年公司销售费率为 39%、36%、35%，存在由于竞争加剧、业务拓展等，销售费率高于我们的预期的情况，从而高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

业务拓展使得毛利率下降的风险：当前公司收入主要来自 B 端付费，若公司拓展 C 端业务，或者向人力资源其他细分领域如人力资源外包等拓展，将增加公司运营成本，从而使得公司产品毛利率继续下降。

用户增长不及预期的风险：当前 BOSS 直聘用户数仍在拓展，主要得益于整体行业仍在发展初期。当行业增长放缓，用户增长将受到瓶颈。公司只有不断开发和提供创新的功能和服务，响应不断变化的用户偏好，才能增强 BOSS 直聘平台的用户拓展能力。若公司无法持续改善用户体验，可能会对用增长与用户留存等运营结果产生不利影响。

行业竞争加剧的风险：虽然公司当前市场占有率在行业领先，但竞争对手仍多。公司创新“直聊”模式，但竞争对手仍可效仿相关业务与商业模式。

蓝领市场拓展不及预期的风险：公司将蓝领作为未来业绩增长的主要发力点。但蓝领作为发展潜力较大的细分类型，有较多参与者进入，包含先前白领、金领领域的头部玩家，原有蓝领领域深耕者，以及快手等创新招聘形式的新

进入者。若公司不能及时抓住市场机遇，调整适应蓝领的招聘模式，存在蓝领市场拓展不及预期的风险。

疫情对企业客户招聘意愿的影响。若受新冠肺炎影响，中国或全球经济进一步放缓，可能会降低当前和潜在企业客户的招聘意愿和预算，对公司的产品和服务需求产生不利影响。

技术风险

技术能力不能优化用户体验的风险：公司在线招聘平台的核心功能，即求职者和雇主之间的个性化匹配、身份验证、雇主的持续风险评估以及用户的服务推荐，都依赖于公司在人工智能和大数据分析方面的技术能力。如果公司技术能力不能产生令人满意的结果或未能改善，公司招聘平台可能无法优化用户推荐服务，使得公司用户增长、留存，业务前景等受到影响。

政策风险

个人信息安全的监管：公司存储和处理较为敏感的个人敏感信息数据，随着《个人信息保护法》等不断完善，平台使用个人信息受到的监管趋严。若国家在未来限制平台数据使用，将会影响平台信息匹配精准度，从而使得用户推荐服务无法优化，公司用户增长、留存，业务前景等受到影响。

美国证券交易委员会 (SEC) 监管风险：根据美国此前发布的《外国公司问责法案》要求，如果发行人财务报表的审计师事务所自 2021 年起连续三年未能接受美国公众公司会计监督委员会 (PCAOB) 的核查，美国证监则将禁止任何发行人的股票或美国存托股在任何美国的全国性证交所或场外交易市场进行交易。如果负责公司审计的会计师事务所尚未接受 PCAOB 核查，将有被 SEC 纳入预摘牌名单的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	11342	12071	14449	17785	营业收入	4259	6126	9976	14350
应收款项	732	1091	1913	2949	营业成本	555	796	1297	1865
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	1943	2389	3591	5022
流动资产合计	12959	14047	17778	22999	管理费用	2813	1869	2625	3331
固定资产	369	295	219	143	财务费用	(10)	(234)	(265)	(322)
无形资产及其他	310	279	248	217	投资收益	25	0	0	0
投资性房地产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	5	(4)	(5)	(6)
资产总计	13642	14624	18249	23363	营业利润	(1012)	1302	2723	4447
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	53	59	84	98	利润总额	(1012)	1302	2723	4447
其他流动负债	2731	2475	3555	4652	所得税费用	60	130	272	445
流动负债合计	2784	2534	3639	4750	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(1071)	1172	2451	4002
其他长期负债	183	244	313	315					
长期负债合计	183	244	313	315	现金流量表(百万元)				
负债合计	2968	2778	3952	5065	净利润	(1071)	1172	2451	4002
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	10674	11846	14296	18299	折旧摊销	0	105	106	107
负债和股东权益总计	13642	14624	18249	23363	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(10)	(234)	(265)	(322)
					营运资本变动	648	(548)	352	77
					其它	0	0	0	0
关键财务与估值指标					经营活动现金流	(423)	729	2909	4186
每 ADS 收益-调整后	1.96	2.75	5.85	8.96	资本开支	(178)	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资现金流	(349)	0	(531)	(850)
每股净资产	24.58	27.27	32.92	42.13	投资活动现金流	(526)	0	(531)	(850)
ROIC	-11%	9%	17%	22%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	-10%	10%	17%	22%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	87%	87%	87%	87%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBIT Margin	-25%	17%	25%	29%	其它融资现金流	8293	0	0	0
EBITDA Margin	-25%	19%	26%	30%	融资活动现金流	8293	0	0	0
收入增长	119%	44%	63%	44%	现金净变动	7344	729	2378	3337
经调整净利润增长率	400%	40%	113%	53%	货币资金的期初余额	3998	11342	12071	14449
资产负债率	22%	19%	22%	22%	货币资金的期末余额	11342	12071	14449	17785
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	企业自由现金流	(520)	522	2675	3901
P/E	89.9	64.1	30.1	19.7	权益自由现金流	7783	733	2913	4191
P/B	7.2	6.5	5.4	4.2					
EV/EBITDA		12.1	6.0	3.9					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032